

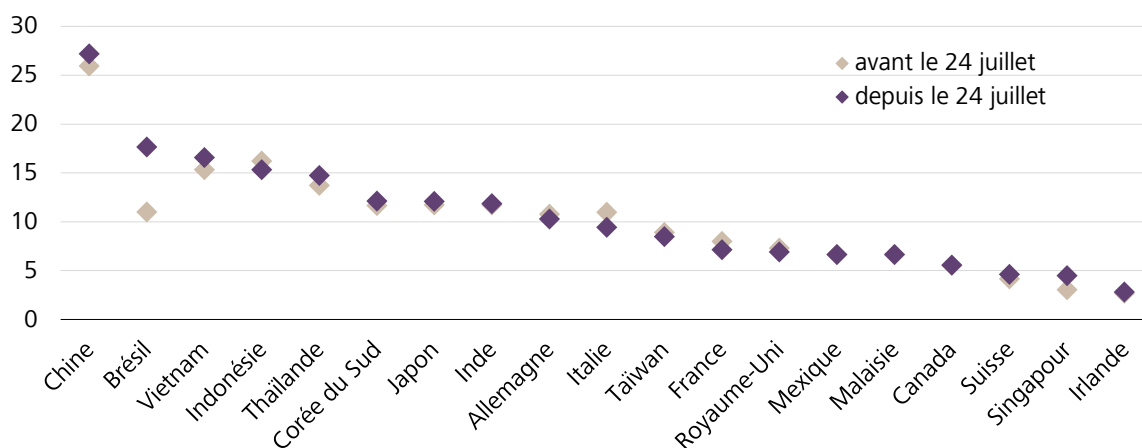
Check conjoncturel

Aucune solution à long terme ne se profile encore dans le conflit avec l'Iran. Or, globalement, les répercussions économiques demeurent jusqu'à présent nettement moins négatives que ce que l'on craignait initialement. La croissance dans la zone euro ne sera pas immédiatement étouffée. En Suisse aussi, le moral semble s'améliorer. En même temps, la pression sur les prix est bien moins forte qu'il y a quatre ans et l'inflation reste faible, surtout en Suisse. Le franc s'étant lui aussi déprécié, la Banque nationale suisse (BNS) peut observer la situation en toute sérénité, sans intervenir.



GRAPHIQUE DU MOIS : CONTINUITÉ DOUANIÈRE

Charge douanière moyenne pondérée appliquée aux importations américaines, en %, principaux partenaires commerciaux



Source : GTA, Raiffeisen Economic Research

Il y a du mouvement du côté des douanes américaines. Peu avant le déclenchement de la guerre contre l'Iran, la Cour suprême avait déclaré illégales les sanctions douanières spécifiques à certains pays qui invoquaient l'état d'urgence national. À ce jour, plus de 100 milliards de dollars, soit plus de la moitié de ce montant, ont déjà été remboursés. À la suite de cet arrêt, de nouveaux droits de douane transitoires ont été instaurés, sur la base d'un déséquilibre de la balance des paiements, à un taux généralement fixé à 10%. Ils ont expiré le 24 juillet, après une échéance maximale de 150 jours. L'administration américaine les a remplacés sans heurts par des droits supplémentaires de 10% ou 12,5% visant 60 pays, au motif que leurs partenaires ne luttaient pas suffisamment contre le travail forcé. Cette base juridique, moins controversée, permet une application indéfinie. La Suisse est certes frappée par un taux maximal de 12,5%, mais en raison de l'accord douanier conclu avec les États-Unis, il s'applique le droit de douane standard de l'OMC. Au vu du grand nombre

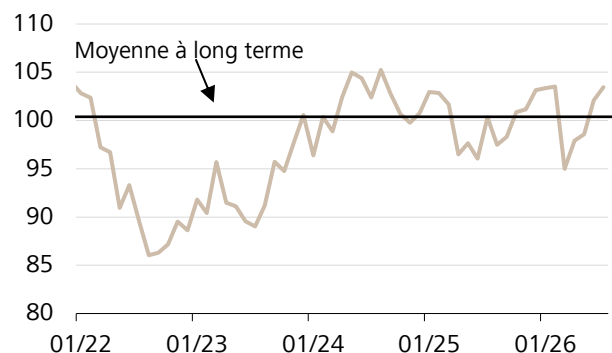
de produits exemptés, avant tout pour le secteur pharmaceutique, le droit de douane moyen effectif sur les exportations suisses n'augmente donc que modérément, de 4,2% à 4,6%, selon le Global Trade Alert. C'est en Chine qu'il est le plus élevé, avec 27,2%, et en Irlande le plus bas, avec 2,8% – tiré là aussi par le secteur pharmaceutique. Depuis fin juillet, certains produits pharmaceutiques protégés par un brevet sont soumis à des droits de douane sectoriels distincts, mais pour l'instant, seules 17 grandes entreprises sont concernées à l'échelle mondiale. Et, dans le cadre d'accords bilatéraux avec les États-Unis, des dérogations, assorties de promesses d'investissements et de baisses de prix ponctuelles ont été négociées y compris par Roche et Novartis. Dès fin septembre, les petites entreprises pharmaceutiques sans production aux États-Unis risquent toutefois des droits allant jusqu'à 100 %. L'accord douanier devrait les plafonner à 15 % pour les entreprises suisses. Dans l'ensemble, la charge augmente donc modérément et reste supportable.

Conjoncture



BAROMÈTRE CONJONCTUREL DU KOF

Indice

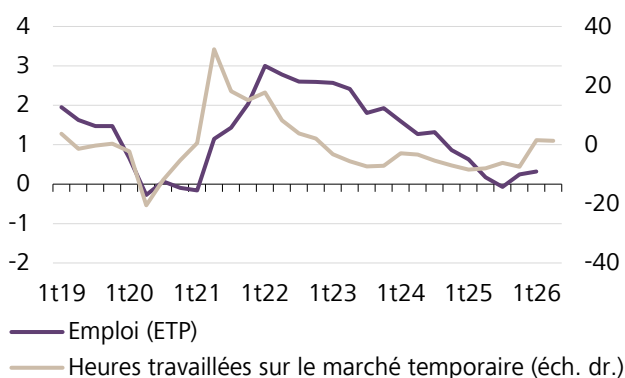


Source : KOF, Raiffeisen Economic Research



MARCHÉ DU TRAVAIL SUISSE

En % par rapport à l'année précédente

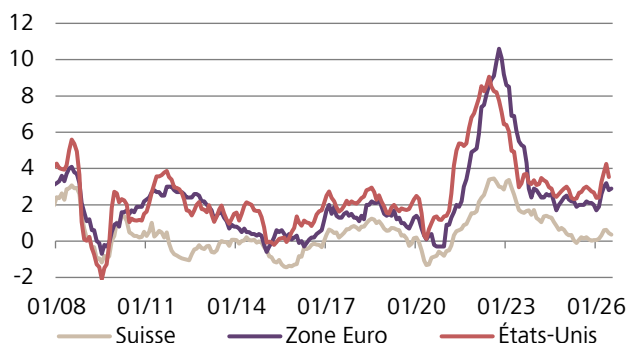


Source : OFS, swissstaffing, Raiffeisen Economic Research



PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source : LSEG, Raiffeisen Economic Research

La conjoncture n'est pas étouffée

L'économie mondiale résiste au choc des prix de l'énergie. Ces derniers mois, les stocks importants, les dérivations et les transits fantôme ont contribué à maintenir l'approvisionnement énergétique. Certes, les chiffres de la croissance chinoise du deuxième trimestre ont déçu. Cela tient toutefois davantage à la crise immobilière persistante et à la faiblesse de la demande intérieure. Aux États-Unis, la consommation privée reste solide. Et même en Europe, où la dernière crise énergétique, survenue dans le sillage de la guerre en Ukraine, avait encore causé d'énormes dégâts, la reprise ne sera pas étouffée d'emblée. Au deuxième trimestre, l'économie de la zone euro a affiché une croissance solide du PIB de 0,4% par rapport au trimestre précédent. Le résultat est certes quelque peu faussé à la hausse par la contribution très volatile de l'Irlande. Malgré cela, tous les grands pays membres ont enregistré une croissance satisfaisante. En Suisse, l'évolution favorable du chiffre d'affaires du commerce de détail et du commerce extérieur laisse également présager une évolution positive du PIB. Côté exportations, la reprise à destination des États-Unis à la suite de l'accord sur les droits de douane a eu un impact positif.

Plus de travail temporaire

La recrudescence du conflit avec l'Iran a récemment amplifié les risques conjoncturels. Les sondages d'opinion européens ont néanmoins fait état d'une amélioration en juillet. En Suisse, le baromètre conjoncturel du KOF s'est stabilisé ces deux derniers mois à un niveau légèrement supérieur à la moyenne, ce qui laisse entrevoir une stabilisation du marché du travail. Les prévisions d'emploi se sont rétablies dans le secteur des services et sont moins défavorables dans l'industrie manufacturière. En même temps, le nombre d'heures de travail temporaire effectuées par les intérimaires dans l'industrie est en hausse. En période d'incertitude économique, le travail intérimaire constitue un outil essentiel qui permet à de nombreuses entreprises d'accepter des commandes lorsque la conjoncture s'améliore en embauchant rapidement. Après un ralentissement conjoncturel, la reprise se manifeste donc d'abord sur le marché du travail temporaire.

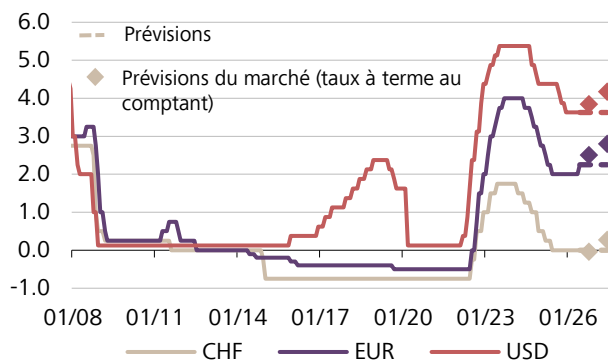
Tendance stable des prix

Ces derniers mois, les répercussions directes des cours de l'énergie sur les prix à la consommation ont été plus marquées que lors des hausses du prix du brut observées ces dernières années. La perte de capacités de raffinage dans la région du Golfe ainsi qu'en Russie a entraîné une hausse disproportionnée des produits énergétiques. En revanche, le choc des prix, qui touche principalement le pétrole et le gaz, n'a jusqu'à présent entraîné que des effets indirects et de deuxième ordre moins marqués. Face au ralentissement du marché du travail, les prévisions salariales des entreprises européennes, en particulier, ne laissent entrevoir aucune accélération de la croissance des salaires. Les interlocuteurs de la BNS tablaient récemment sur une croissance salariale modérée inchangée de 1,2% pour 2027. Rien n'indique donc une pression haussière accrue sur la tendance sous-jacente des prix. Depuis le début de la guerre, l'inflation sous-jacente en Suisse stagne à un faible niveau de 0,3%.

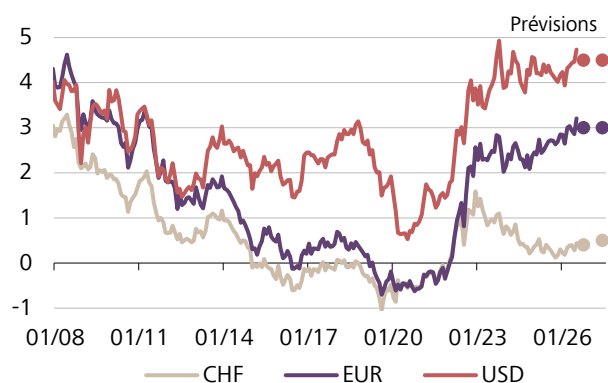
Intérêts



TAUX DIRECTEURS, EN %

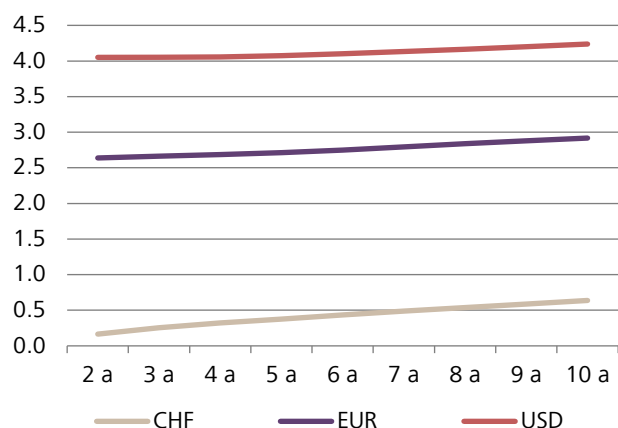


OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



COURBE DES TAUX (ÉTAT : 10 AOÛT 2026),

EN %



La Fed se montre prudente

Aux États-Unis, les taux directeurs de la Réserve fédérale resteront inchangés cette année. Le taux cible des fonds fédéraux reste inchangé à 3,625 %. Lors de la réunion de juillet, trois des douze membres ayant le droit de vote se sont certes prononcés en faveur d'une hausse des taux d'intérêt. Lors de la conférence de presse, le nouveau président Kevin Warsh a toutefois relativisé les questions portant sur les risques d'inflation et n'a pas précisé si une inflation persistante entraînerait nécessairement une hausse des taux. Il a par ailleurs laissé entendre que la hausse des taux d'intérêt du marché constituait déjà un resserrement des conditions de financement et pourrait se substituer à une augmentation des taux directeurs. Pour l'instant, cela a quelque peu tempéré les anticipations de hausse des taux d'intérêt. Dans le même temps, la perception d'une Fed plus prudente, dans un contexte de craintes inflationnistes accrues, a entraîné une hausse des rendements américains à long terme. Compte tenu de la perspective d'un affaiblissement des facteurs favorables à la consommation américaine et d'une atténuation des effets des droits de douane sur l'inflation, nous continuons d'estimer qu'il n'y a aucune nécessité pour une intervention de la Fed en cours d'année.

Avec l'atténuation des pressions sur les prix dans le sillage du cessez-le-feu, l'inflation dans la zone euro était en passe de s'avérer inférieure aux prévisions de la BCE. Depuis la nouvelle escalade du conflit, le niveau des prix de l'énergie correspond toutefois à nouveau davantage au scénario de base de la BCE. La BCE a ainsi de nouveau jugé que les risques d'inflation étaient moins équilibrés et orientés à la hausse. Comme prévu, il n'y a pas eu de deuxième hausse des taux d'intérêt en juillet. Et Mme Lagarde a souligné que la situation pouvait changer à tout moment, même si elle estime qu'un nouvel assouplissement rapide, comme celui observé en juin, est assez improbable. Avec la hausse quotidienne des prix de l'énergie, la probabilité d'un deuxième relèvement des taux d'intérêt par la BCE en septembre devrait donc augmenter. Si la BCE s'attend à de nouveaux effets liés aux prix de l'énergie, elle constate néanmoins une croissance salariale modérée. Aucun signe d'effets de deuxième tour n'est perceptible dans un marché de l'emploi difficile, même si, selon les déclarations de sa présidente, la BCE s'efforce à les détecter. Cela va clairement à l'encontre de la nécessité de hausses significatives des taux d'intérêt.

La BNS peut observer la situation depuis la touche

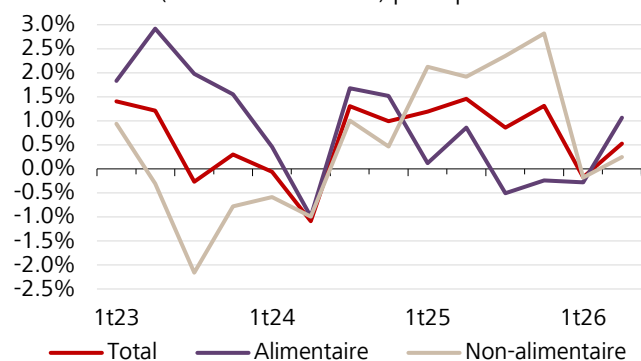
La Banque nationale suisse se trouve, cet été, dans une situation encore plus confortable. Côté prix, il n'y a toujours aucun risque. Hormis les produits pétroliers, aucune hausse notable des prix n'est observée. La tendance sous-jacente des prix reste faible. De plus, les principales préoccupations de la BNS concernant la demande mondiale et le taux de change devraient s'être atténuées. L'économie mondiale fait preuve de résilience. Par ailleurs, compte tenu des anticipations de hausse des taux d'intérêt pour d'autres banques centrales, le franc suisse a perdu du terrain récemment. La politique monétaire suisse n'a donc pour l'instant aucune mesure à prendre.

Secteurs d'activité suisses



CHIFFRE D'AFFAIRES DU COMMERCE DE DÉTAIL

Chiffres nom. (hors stations-service) par rap. à l'année dernière

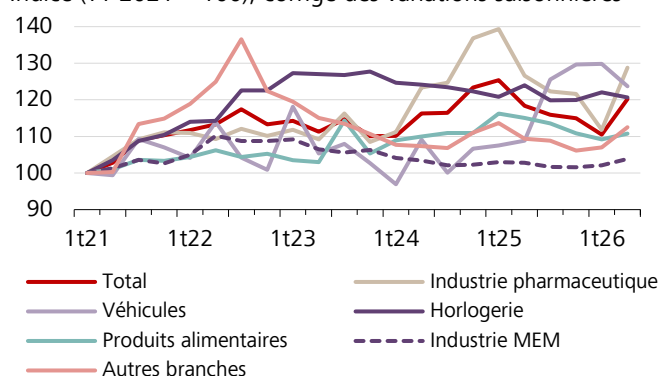


Source : OFS, Raiffeisen Economic Research



EXPORTATIONS PAR PRODUIT

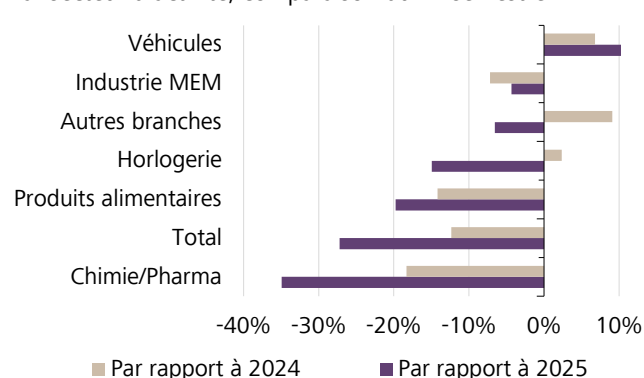
Indice (T1 2021 = 100), corrigé des variations saisonnières



Source : OFDF, Raiffeisen Economic Research



EXPORTATIONS VERS LES ÉTATS-UNIS

Par secteur d'activité, comparaison du 1^{er} semestre

Source : OFDF, Raiffeisen Economic Research

Stabilisation du commerce de détail

Après un début d'année morose, le commerce de détail a retrouvé son élan au deuxième trimestre. Le CA nominal et réel est repassé dans le vert, tant en comparaison trimestrielle qu'annuelle. La reprise a surtout concerné le secteur alimentaire, et a été plus faible dans le secteur non alimentaire. Le volume des ventes a globalement connu une hausse solide, s'établissant à 1,8% au-dessus du niveau de l'année précédente. Les prix de vente ont toutefois de nouveau baissé, de sorte que le CA nominal n'a augmenté que de 0,5%. Selon les sondages, après le début de la guerre en Iran, les commerçants avaient prévu de multiplier les hausses de prix. Or, elles n'ont apparemment été appliquées que de manière ponctuelle. Le moral des consommateurs reste morose, et la clientèle continue de se montrer prudente et consciente des prix. En tous cas, il semblerait que le ralentissement de la consommation des ménages soit enrayé. Les perspectives pour le reste de l'année restent également positives : la stabilité du marché du travail et la hausse des salaires réels devraient continuer à soutenir le pouvoir d'achat et, par conséquent, le commerce de détail.

Recul des exportations provisoirement enrayé.

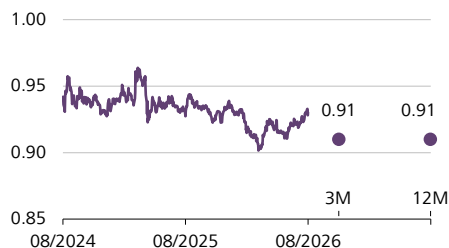
Les chiffres des exportations ont également affiché une amélioration au deuxième trimestre. Après quatre baisses consécutives, les exportations corrigées des variations saisonnières ont de nouveau augmenté. La plus forte hausse a été enregistrée dans l'industrie pharmaceutique (+15%), mais les exportations ont également globalement progressé dans les autres secteurs par rapport au premier trimestre (+2,3%). Les exportations ont toutefois connu un recul ponctuel, notamment dans les secteurs de l'automobile, de l'horlogerie ou du textile.

Les exportations vers l'Asie ont enregistré une forte croissance (+6,8%), notamment sur les marchés hors de Chine, tandis que les exportations vers l'Europe ont pratiquement stagné. Au deuxième trimestre, la croissance a surtout été tirée par les exportations vers les États-Unis : après avoir enregistré une forte baisse en début d'année, elles ont progressé de 21,5%. Les importations d'or se sont également effondrées dans le même temps et la Suisse affiche à nouveau un excédent commercial vis-à-vis des États-Unis, après une brève interruption. Or, la forte reprise des exportations au deuxième trimestre a été largement portée par l'industrie pharmaceutique. Dans d'autres secteurs, comme l'industrie agroalimentaire ou MEM, la hausse a été nettement plus modeste. Les exportations y sont restées bien en-dessous du niveau de l'année précédente, tant au premier qu'au deuxième trimestre. Cela vaut également pour l'industrie pharmaceutique et l'horlogerie. L'évolution est toutefois faussée par les chiffres très élevés de l'année précédente, liés à d'importants effets d'anticipation.

Monnaies



PRÉVISIONS



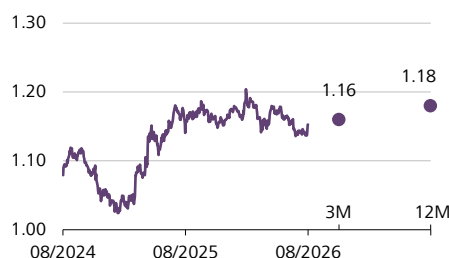
EUR/CHF

L'euro s'est apprécié de 0,8% par rapport au franc suisse en juillet. Il a ainsi profité de la «réesca-lade» dans la région du Golfe. La nouvelle hausse des prix de l'énergie qui s'ensuit exerce un effet inflationniste, d'où une probabilité plus élevée, selon les marchés, d'un relèvement du taux directeur par la Banque centrale européenne (BCE) en septembre. Nous tablons toutefois sur des taux stables en raison du ralentissement conjoncturel. Par conséquent, nous estimons que le cours EUR / CHF est allé trop haut. Par ailleurs, le franc devrait être à nouveau très recherché à l'avenir dans cet environnement de marché incertain. Nos prévisions pour la paire de devises se situent à 0.91.



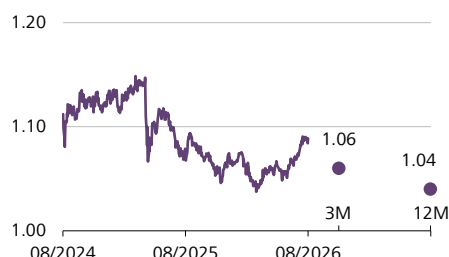
USD/CHF

A 0.8205 franc, le dollar US a été temporairement aussi cher en juillet qu'à l'été 2025. Les anticipations de taux directeurs plus élevés des acteurs du marché, alimentées par les craintes d'inflation, ont donné de l'élan à ce dernier. Entretemps, la Fed est restée discrète. Ses orientations vagues n'ont toutefois pas été bien accueillies par les acteurs boursiers. La monnaie américaine a donc de nouveau cédé l'intégralité de ses gains de cours à la fin du mois. Nous ne tablons toutefois pas sur une hausse des taux directeurs. Par conséquent, nous voyons la paire de devises USD / CHF nettement inférieure au prix spot actuel sur un horizon de douze mois.



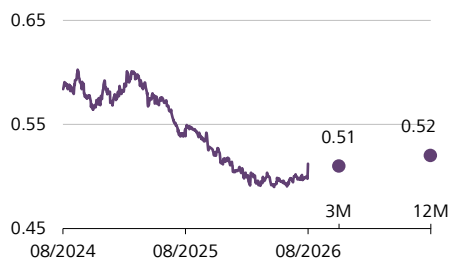
EUR/USD

La BCE et la Réserve fédérale américaine (Fed) n'ont pas modifié leur politique monétaire. Parallèlement, à la suite de la nouvelle escalade au Moyen-Orient, les taux du marché des capitaux ont augmenté de part et d'autre de l'Atlantique sur la quasi-totalité de l'éventail des échéances. Dans ce contexte, la paire de devises EUR / USD a largement évolué autour du seuil de 1.14 en juillet. Nous partons du principe que les deux banques centrales maintiendront leurs taux directeurs stables. Dans le même temps, la politique erratique du président américain Donald Trump devrait à nouveau se répercuter davantage sur le taux de change. C'est pourquoi nous prévoyons que l'euro atteindra 1,18 dollar US dans un an.



GBP/CHF

La livre sterling a poursuivi sa tendance haussière en juillet et s'est appréciée de 1,6% par rapport au franc suisse. La monnaie britannique a été aidée par l'élection d'Andy Burnham au poste de Premier ministre et par le fait que ce dernier mise sur une certaine continuité dans les questions de politique économique avec la reconduction de John Healey au poste de ministre des Finances. En raison de l'inflation tenace (+2,6% en juin), la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu son taux directeur actuel. Nous pensons que le cours GBP / CHF intègre trop de facteurs positifs, d'autant plus que l'économie britannique continue de souffrir des conséquences du Brexit.



JPY/CHF*

En juillet, le yen japonais a profité des interventions sur le marché de la Banque du Japon (BoJ) soutenues par les Etats-Unis et s'est apprécié de 3,1% par rapport au franc suisse. Comme prévu, les autorités monétaires n'ont procédé à aucun ajustement des taux directeurs. Sur un an, nous tablons toujours sur une seule hausse des taux de 0,25%. Cela s'explique d'une part par l'affaiblissement de la conjoncture. D'autre part, bien que l'inflation ait récemment augmenté au Japon, elle reste inférieure à l'objectif de 2% fixé par la BoJ. Dans ce contexte, nous ne voyons guère plus de potentiel de hausse pour le cours JPY / CHF.

* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (croissance annuelle moyenne en %)

	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
Suisse*	1.3	1.2	1.4	0.8	1.3
Zone euro	0.6	0.8	1.5	0.6	1.2
États-Unis	2.9	2.8	2.1	2.1	2.0
Chine**	5.2	5.0	5.0	4.0	4.0
Japon	0.7	-0.2	1.2	0.5	0.8
Monde (PPP)	3.5	3.3	3.2	2.9	2.9

Inflation (moyenne annuelle en %)

	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
Suisse	2.1	1.1	0.2	0.5	0.8
Zone euro	5.5	2.4	2.1	2.6	2.2
États-Unis	4.1	3.0	2.7	3.7	2.5
Chine	0.2	0.2	0.1	1.3	1.1
Japon	3.3	2.7	3.2	2.2	2.2



MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs (fin d'année en %)**

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
EUR	3.00	2.00	2.25	2.25	2.25
USD	4.25-4.50	3.50-3.75	3.50-3.75	3.50-3.75	3.50-3.75
JPY	0.25	0.75	1.00	1.00	1.25

Taux du marché des capitaux (rendements des obligations d'Etat à 10 ans; fin d'année en %)

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	0.27	0.28	0.39	0.40	0.50
EUR (Allemagne)	2.36	2.85	3.13	3.00	3.00
USD	4.57	4.17	4.67	4.50	4.50
JPY	1.09	2.06	2.84	2.70	2.50

Taux de change (fin d'année)

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.94	0.93	0.93	0.91	0.91
USD/CHF	0.90	0.79	0.81	0.78	0.77
JPY/CHF (x 100)	0.58	0.51	0.51	0.51	0.52
EUR/USD	1.04	1.17	1.16	1.16	1.18
GBP/CHF	1.14	1.07	1.09	1.06	1.04

Matières premières (fin d'année)

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	75	61	84	85	70
Or (USD/once)	2'625	4319	4'355	4'500	5'000

*corrigé des événements sportifs **les chiffres du PIB sont plus controversées dans leur exactitude que dans d'autres pays et devraient être considérées avec une certaine réserve ****taux directeur respectivement pertinent pour les taux du marché monétaire (taux des dépôts de la BNS, taux des dépôts de la BCE, corridor pour le taux cible des fonds fédéraux ****10.08.2026

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉES DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

	2022	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
PIB réel, variation en %	3.5	1.2	1.2	1.4	0.8	1.3
Consommation privée	4.9	1.4	2.4	1.5	1.3	1.6
Consommation publique	-0.6	1.4	1.3	1.0	0.5	0.8
Dépenses de biens d'équipement	4.7	3.8	1.2	-0.5	0.8	2.0
Investissements dans le bâtiment	-6.9	-1.5	-1.4	-0.5	1.3	1.6
Exportations	5.8	-2.0	3.0	2.0	-0.2	2.6
Importations	6.6	1.1	3.7	4.0	2.4	3.1
Taux de chômage en %	2.2	2.0	2.4	2.8	3.1	3.1
Inflation en %	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5	0.8

Editeur

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile, chef économiste de Raiffeisen
The Circle 66
8058 Zurich
economic-research@raiffeisen.ch

Auteurs

Alexander Koch
Domagoj Arapovic

Autres Publications

Vous trouvez cette publication ainsi que d'autres publications Raiffeisen sous le lien ci-dessous.

www.raiffeisen.ch/publikationen

Internet

www.raiffeisen.ch

Mentions légales importantes

Ceci n'est pas une offre

Les contenus publiés dans le présent document sont mis à disposition uniquement à titre d'information. Par conséquent, ils ne constituent ni une offre au sens juridique du terme, ni une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement. La présente publication ne constitue ni une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens des articles 652a et 1156 CO. Seul le prospectus de cotation présente les conditions intégrales déterminantes et le détail des risques inhérents à ces produits. En raison de restrictions légales en vigueur dans certains Etats, les présentes informations ne sont pas destinées aux ressortissants ou aux résidents d'un Etat dans lequel la distribution des produits décrits dans la présente publication est limitée.

Cette publication n'est pas destinée à fournir au lecteur un conseil en placement ni à l'aider à prendre ses décisions de placement. Des investissements dans les placements décrits ici ne devraient avoir lieu que suite à un conseil approprié à la clientèle et/ou à l'examen minutieux des prospectus de vente contraignants. Toute décision prise sur la base de la présente publication l'est au seul risque de l'investisseur.

Exclusion de responsabilité

Raiffeisen Suisse société coopérative fait tout ce qui est en son pouvoir pour garantir la fiabilité des données présentées. Cependant, Raiffeisen Suisse société coopérative ne garantit pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations divulguées dans la présente publication.

Raiffeisen Suisse société coopérative décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages éventuels (directs, indirects et consécutifs) qui seraient causés par la diffusion de cette publication ou de son contenu, ou liés à cette diffusion. Elle ne peut notamment être tenue pour responsable des pertes résultant des risques inhérents aux marchés financiers.

Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière

Cette publication n'est pas le résultat d'une analyse financière. Par conséquent, les «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB) ne s'appliquent pas à cette publication.