

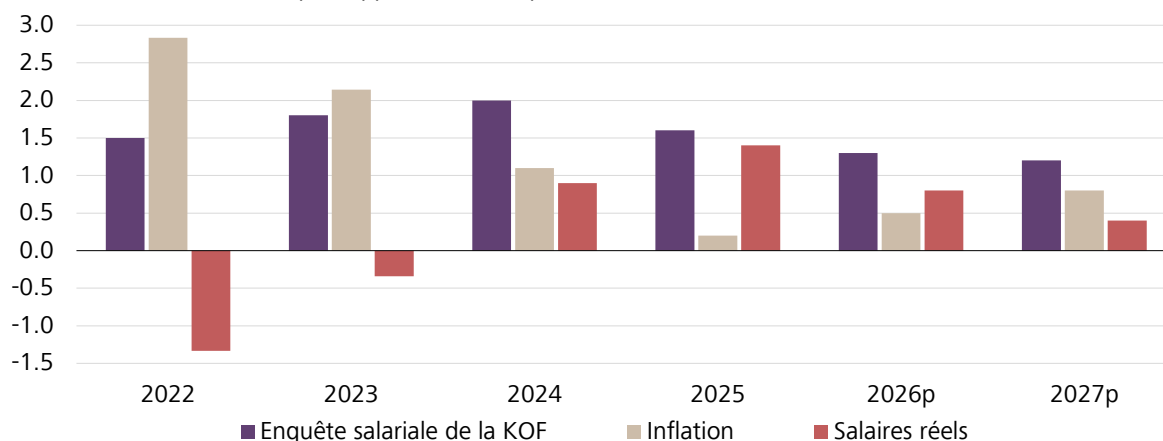
Check conjoncturel

Les prix de l'énergie restent élevés. Mais l'économie mondiale fait preuve de résilience. Au deuxième trimestre, la croissance suisse a même enregistré un bond de 1,5 %. Même si le secteur pharmaceutique, très volatil, a de nouveau joué un rôle important dans cette évolution, les perspectives conjoncturelles semblent plus solides que prévu, avec des risques à la hausse significatifs pour notre prévision de PIB, qui s'établit à 0,8 %. En parallèle, les prix de l'énergie font grimper l'inflation vers 1 % en Suisse aussi. L'absence d'effets indirects liés aux prix de l'énergie ne devrait toutefois pas susciter de craintes inflationnistes au sein de la BNS, qui devrait donc, pour l'instant, rester en retrait.



GRAPHIQUE DU MOIS : ÉVOLUTION POSITIVE, MAIS EN BAISSE, DES SALAIRES RÉELS

Évolution des salaires en Suisse, en % par rapport à l'année précédente



Source : KOF, OFS, Raiffeisen Economic Research

Dans le sillage du choc des prix de l'énergie suite au déclenchement de la guerre en Ukraine, les revendications salariales ont fortement augmenté en Europe à l'automne 2022. Les hausses de coûts qui en ont résulté pour les entreprises ont alors contribué, par le biais des effets de second tour, à maintenir l'inflation à un niveau élevé, ce qui a nécessité une intervention énergique de la politique monétaire. Les banques centrales suivent donc à nouveau de très près l'évolution des salaires même si la situation est actuellement bien moins tendue. Il y a quatre ans, après la pandémie, les pénuries d'approvisionnement étaient bien plus généralisées, accompagnées d'une demande soutenue et d'un marché du travail tendu. Cette fois-ci, le choc de l'offre est avant tout limité aux produits de l'énergie ; le taux d'utilisation des capacités reste inférieur à la moyenne et le marché du travail s'est affaibli. Par conséquent, lors des négociations salariales, la sécurité de l'emploi revêt généralement une plus grande importance que des hausses salariales plus fortes. Outre la zone euro, cette évolution s'observe également en Suisse. Selon la dernière enquête sur les salaires réalisée par

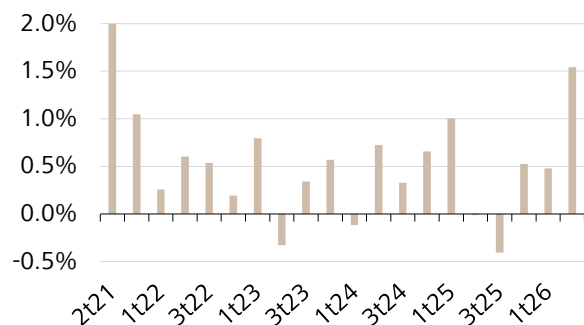
le Centre de recherche conjoncturelle de l'EPF de Zurich (KOF), qui par le passé s'est révélé un bon indicateur de l'évolution future des salaires, les entreprises prévoient d'augmenter les salaires de 1,2 % en moyenne l'année prochaine. Les prévisions sont donc même légèrement inférieures à celles de l'année dernière. Certes, il y a des différences entre les divers secteurs. Mais la plupart des prévisions oscillent autour du seuil de 1 %. Le bâtiment se démarque en tête du classement avec un taux de 2,0 %, en raison d'une conjoncture relativement plus favorable et d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée plus marquée. Dans l'hôtellerie-restauration, en revanche, après plusieurs années de forte croissance, les attentes salariales ne sont plus que légèrement supérieures à la moyenne. Malgré une dynamique salariale stagnante, les salariés suisses peuvent s'attendre à une hausse modérée de leur salaire réel dans la plupart des secteurs, car l'inflation devrait rester inférieure à 1 % en moyenne annuelle en 2027. Les gains de pouvoir d'achat devraient toutefois être bien moindres qu'au cours des trois dernières années.

Conjoncture



PIB SUISSE

Corrigé des événements sportifs, en données réelles, en % par rapport au trimestre précédent

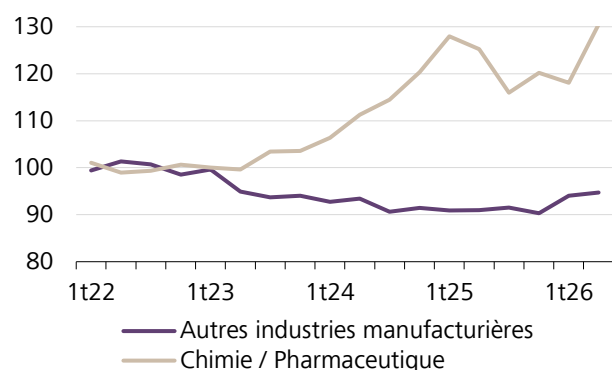


Source : SECO, Raiffeisen Economic Research



INDUSTRIE SUISSE

Valeur ajoutée, en données réelles, indexée

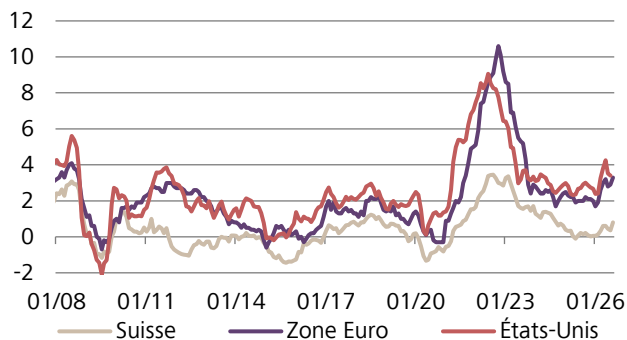


Source : SECO, Raiffeisen Economic Research



PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source : LSEG, Raiffeisen Economic Research

Bond en avant de la croissance suisse

De forts vents contraires continuent de souffler sur la politique géopolitique et commerciale. L'économie mondiale fait néanmoins preuve de résilience. Au deuxième trimestre, les pays industrialisés ont, pour la plupart, affiché une croissance solide. La Suisse se démarque particulièrement avec une croissance trimestrielle du PIB, corrigée des événements sportifs, très soutenue de 1,5 %. Il s'agit de la plus forte croissance enregistrée depuis la reprise qui a suivi les restrictions liées au coronavirus. Or, ce résultat devrait toutefois surestimer considérablement la dynamique économique sous-jacente. En effet, près de la moitié de cette croissance est imputable à l'industrie chimique et pharmaceutique, qui connaît régulièrement des fluctuations importantes. Cela dit, la valeur ajoutée a également progressé dans d'autres secteurs industriels et de manière généralisée dans le secteur des services. Dans l'ensemble, les données indiquent une nette amélioration récente de la dynamique économique. À cela s'ajoutent des révisions à la hausse des données du PIB des deux trimestres précédents, qui affichent désormais un début d'année déjà nettement plus dynamique.

Reprise consolidée

Pour le second semestre, les signes restent également orientés vers la croissance. Les perspectives commerciales des entreprises s'avèrent plus optimistes, malgré le conflit avec l'Iran qui continue de couvrir. Le seul bémol est que, jusqu'à présent, la reprise industrielle est principalement portée par les grandes entreprises, tandis que de nombreuses petites structures se sentent encore bien éloignées d'une reprise durable. Un mouvement inverse lié à la volatilité de la valeur ajoutée du secteur pharmaceutique pourrait toutefois freiner fortement la croissance du PIB au troisième trimestre, voire la rendre négative. De plus, la sécheresse et le faible niveau du Rhin pourraient avoir des répercussions négatives à court terme. Si l'on fait abstraction de la volatilité, on constate toutefois une consolidation de la dynamique de croissance sous-jacente, avec des risques à la hausse de plus en plus marqués pour notre prévision de croissance du PIB, fixée à 0,8 % pour cette année.

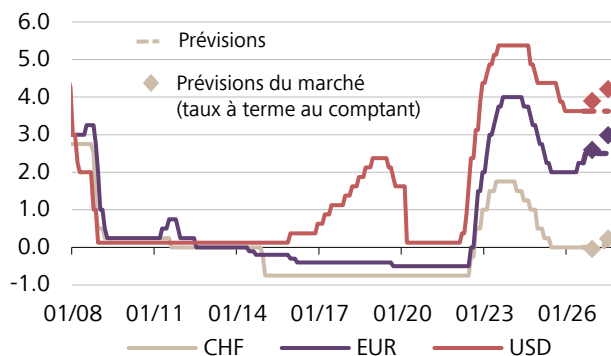
Les prix de l'énergie remontent

Après s'être temporairement stabilisée au cours des deux derniers mois, l'inflation suisse a de nouveau augmenté en août, passant de 0,4 % à 0,8 %. Cette forte hausse s'explique principalement par la nouvelle flambée des prix de l'énergie depuis l'échec du cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran. L'inflation sous-jacente, quant à elle, reste même légèrement inférieure à celle du début de l'année, à 0,4 %, sans qu'on observe de signes d'effets indirects notables liés aux prix de l'énergie. La baisse du franc suisse entraîne toutefois une diminution progressive de la déflation importée sur les biens hors énergie. Compte tenu de la hausse persistante des prix de l'énergie, l'inflation pourrait dépasser le seuil de 1 % d'ici la fin de l'année, ce qui reste toutefois une hausse modérée par rapport à d'autres pays, compte tenu du choc des prix de l'énergie.

Intérêts



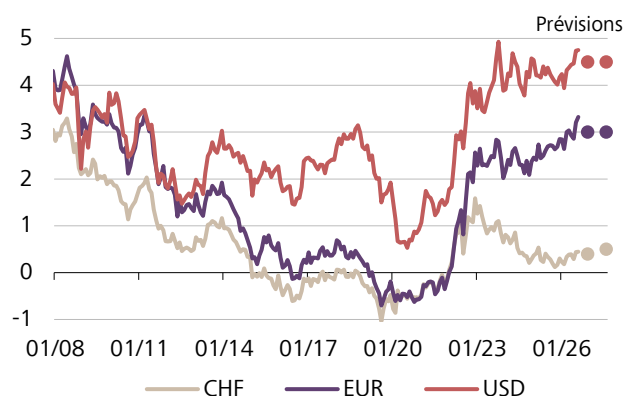
TAUX DIRECTEURS, EN %



Source : LSEG, Raiffeisen Economic Research



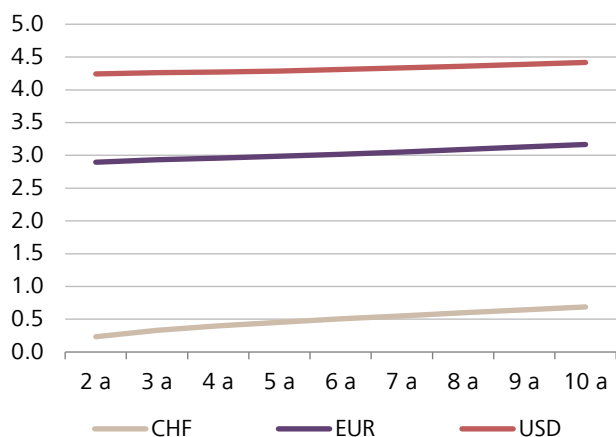
OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source : LSEG, Raiffeisen Economic Research



COURBE DES TAUX (ÉTAT : 09.09.2026), EN %



Source : LSEG, Raiffeisen Economic Research

Impatience croissante de la Fed

Lors de ses dernières réunions, la Réserve fédérale américaine a maintenu ses taux directeurs inchangés à 3,625 %. L'évaluation des risques par les membres du Comité fédéral de l'open market (FOMC) a toutefois considérablement évolué en cours d'année. Alors qu'en début d'année, les craintes d'un ralentissement plus marqué du marché du travail prédominaient, l'attention se porte désormais clairement sur l'inflation. Lors de la dernière réunion, une minorité de trois présidents de banques régionales de la Fed s'était déjà prononcée en faveur d'une hausse des taux d'intérêt. La plupart tablait toutefois sur une pression atténuée continue sur les prix, notamment en raison de la disparition progressive des effets des droits de douane. Récemment, les données relatives aux prix se sont également révélées un peu plus modérées. Sans nouvelles mesures d'apaisement, la patience des responsables de la banque centrale pourrait toutefois être mise à rude épreuve. Lors de la conférence de la Réserve fédérale à Jackson Hole, le président de la Fed a lui aussi constaté que l'inflation ne s'était pas sensiblement ralentie. Si cela ne change pas bientôt, il y aura beaucoup à faire en matière de politique monétaire.

La Banque centrale européenne joue la carte de la prudence

La BCE estime qu'il est nécessaire d'agir depuis le milieu de l'année. Les taux directeurs ont été relevés pour la première fois en juin. Face à la persistance du conflit avec l'Iran, la BCE a récemment revu à la hausse ses estimations des risques d'inflation. En même temps, l'économie est très résiliente et la BCE s'attend à d'autres effets indirects sur les prix. De nombreux membres du Conseil estiment donc qu'il est nécessaire de prendre des mesures supplémentaires, à savoir au moins un nouveau relèvement préventif des taux directeurs. Les chiffres de l'indice des prix à la consommation ne montrent toutefois aucun signe, à ce jour, d'impact significatif des prix de l'énergie. Les anticipations concernant les prix de vente se sont également récemment stabilisées. Et surtout, la BCE constate toujours une croissance salariale modérée, en l'absence du moindre signe d'effets de second tour, ce qui n'augure pas d'un cycle marqué de hausses des taux d'intérêt.

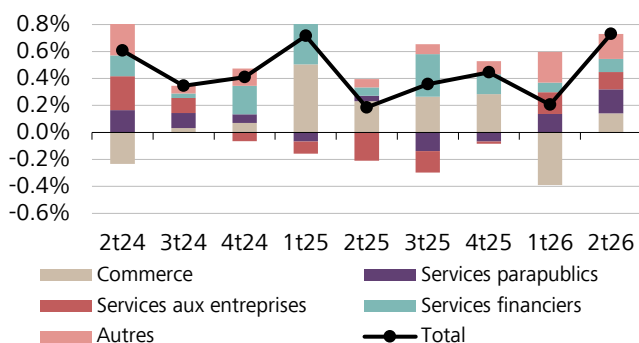
Depuis le début du conflit avec l'Iran, la Banque nationale suisse (BNS) ne se préoccupe guère de l'inflation, si bien qu'aucune hausse des taux d'intérêt n'a été envisagée. Elle s'inquiète surtout de la demande mondiale et du taux de change et reste prête à intervenir sur le marché des changes si nécessaire. La résilience de l'économie mondiale et, surtout, l'élargissement des écarts de taux d'intérêt attendus par rapport à la zone euro et aux États-Unis ont toutefois freiné la hausse du franc suisse qui en termes réels, n'affiche plus d'appréciation ni face à l'euro ni face au dollar depuis la pandémie. Il n'y a donc aujourd'hui aucune nécessité d'intervenir, ni sur le marché des changes, ni sur les taux directeurs. La BNS est en très bonne posture et peut se permettre d'attendre. Si l'économie européenne, y compris la Suisse, devait poursuivre sa reprise, une marge de manœuvre pourrait toutefois s'ouvrir progressivement l'année prochaine pour un taux directeur de la BNS au moins légèrement positif.

Secteurs d'activité suisses



VALEUR AJOUTÉE DU SECTEUR TERTIAIRE

Contributions à la croissance réelle par rapport au trimestre précédent

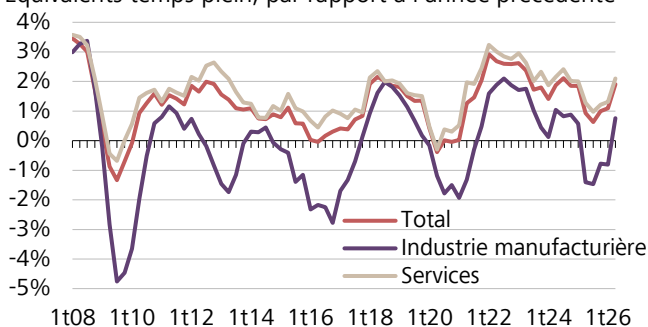


Source : SECO, Raiffeisen Economic Research



CROISSANCE DE L'EMPLOI

Équivalents temps plein, par rapport à l'année précédente

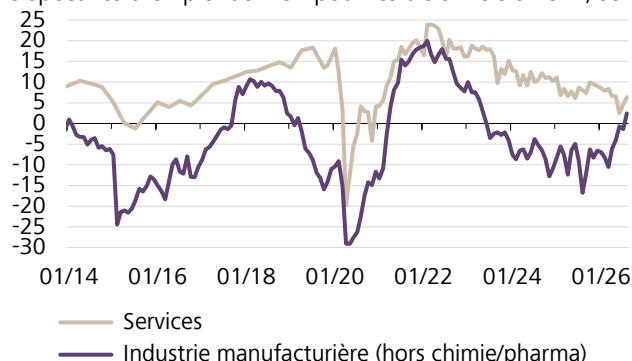


Source : OFS, Raiffeisen Economic Research



PERSPECTIVES DU MARCHÉ DU TRAVAIL

Perspectives d'emploi du KOF pour les trois mois à venir, solde



Source : KOF, Raiffeisen Economic Research

Croissance solide dans le secteur des services

Après un début d'année en demi-teinte, le secteur des services a repris de la vigueur au deuxième trimestre. Cette évolution s'explique à la fois par un regain de dynamisme de la consommation et par la reprise de la conjoncture industrielle. Le commerce de détail et les services liés à la consommation, tels que l'hôtellerie et la restauration, ont particulièrement profité de la hausse des dépenses de consommation. Le commerce de gros, le secteur des transports et de la logistique ainsi que certains services aux entreprises devraient avoir bénéficié de la plus forte production industrielle. Globalement, la croissance était largement étayée. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, la valeur ajoutée du secteur des services a augmenté de 1,7 %, ce qui correspond à peu près à la moyenne à long terme. À court terme, plusieurs éléments laissent présager une évolution toujours solide du secteur tertiaire, ce qui suppose une demande solide et une poursuite de la consolidation de la reprise industrielle.

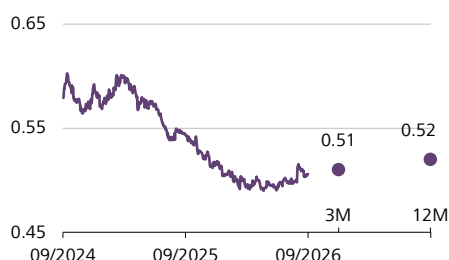
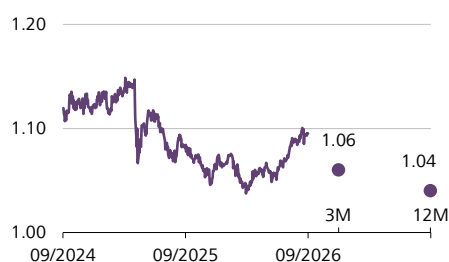
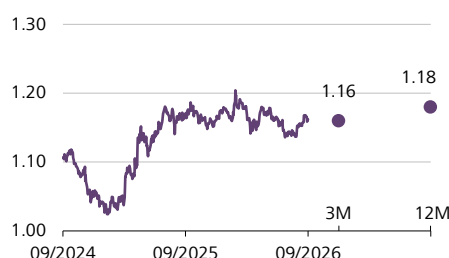
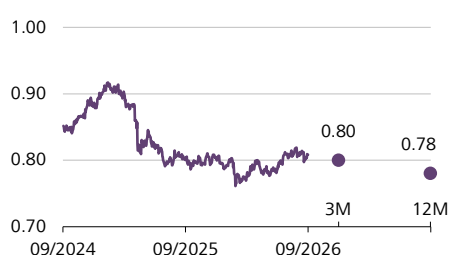
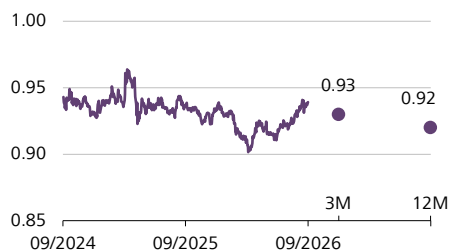
Expansion de la croissance de l'emploi

Au deuxième trimestre, la croissance de l'emploi est restée solide pour la troisième fois consécutive. Le nombre d'ETP a augmenté de 0,6 % par rapport au trimestre précédent, après correction des variations saisonnières. Sur l'année précédente, elle a progressé d'environ 2 %, soit près de 83 000, dont 21 000 concernaient des secteurs proches de l'État, notamment la santé et les établissements d'hébergement. Ce sont toutefois les services aux entreprises qui ont le plus contribué à la croissance, avec environ 33 000 ETP supplémentaires. Il convient notamment de citer les cabinets d'architecture et d'ingénierie, qui profitent de la bonne santé du secteur de la construction. Le principal moteur de la croissance dans le secteur des services aux entreprises a toutefois été le travail temporaire, avec environ 20 000 ETP supplémentaires, soit une croissance de 5 %, ce qui laisse entrevoir une hausse de la demande de main-d'œuvre, même si les entreprises restent prudentes en matière d'embauche en CDI. L'emploi n'a reculé que dans quelques secteurs, notamment celui de l'informatique, des assurances et de l'hôtellerie. Dans le secteur manufacturier, en revanche, l'emploi a de nouveau progressé et s'est établi, au deuxième trimestre, à 0,8 % au-dessus du niveau de l'année précédente. Cette hausse est avant tout tirée par les secteurs de la chimie, de la pharmacie et de la construction mécanique. Entre-temps, les perspectives d'emploi se sont toutefois améliorées, même en dehors des secteurs de la chimie et de l'industrie pharmaceutique. En août, pour la première fois depuis 2023, la part des entreprises du reste du secteur manufacturier prévoyant une hausse des effectifs au cours des trois prochains mois était de nouveau légèrement supérieure.

Monnaies



PRÉVISIONS

**EUR/CHF**

A plus de 94 centimes, l'euro a atteint en août, par moments, un niveau aussi élevé que celui observé pour la dernière fois il y a un an. Il a été soutenu par les prévisions de taux des acteurs du marché. Face à la ténacité de l'inflation, ceux-ci s'attendent à ce que la Banque centrale européenne (BCE) continue de relever ses taux directeurs. La Banque nationale suisse (BNS), en revanche, ne devrait envisager une hausse des taux qu'à partir de 2027. Nous pensons toutefois que la BCE resserrera sa politique monétaire moins fortement que ce que prévoit le marché. Par ailleurs, l'environnement incertain plaide en faveur d'une demande accrue pour le franc suisse.

USD/CHF

La dette publique américaine a franchi la barre des 40'000 milliards de dollars US. Une inversion de tendance n'est pas en vue. De son côté, le président de la Fed, Kevin Warsh, a réaffirmé à Jackson Hole sa volonté de lutter contre l'inflation. Pour cette raison, le marché anticipe désormais une probabilité supérieure à 50% d'une hausse du taux directeur en septembre. Le cours USD / CHF a évolué latéralement ces derniers temps. A l'horizon de 12 mois, nous tablons toutefois sur une dépréciation du dollar. En effet, en sa qualité de valeur refuge, le franc profite de l'environnement de risque. En outre, contrairement à la BNS, la Fed devrait maintenir son taux directeur stable à moyen terme, ce qui réduirait quelque peu le désavantage de la monnaie helvétique en matière de taux d'intérêt.

EUR/USD

L'euro s'est apprécié de 0,8% par rapport au USD le mois dernier. Il a notamment bénéficié des inquiétudes concernant la hausse fulgurante de la dette publique américaine. Par ailleurs, le marché s'attend à ce que la BCE relève ses taux directeurs plus fortement que la Fed, ce qui réduirait le désavantage actuel de la monnaie unique en matière de taux d'intérêt. Toutefois, en raison des problèmes structurels de la zone euro, le potentiel de hausse nous semble limité. Nous considérons également que les prévisions de taux concernant la BCE sont excessives. Par conséquent, nous prévoyons le cours EUR / USD à 1.18 à l'horizon d'un an.

GBP/CHF

Malgré l'environnement de marché incertain, l'aversion au risque de nombreux investisseurs reste faible. Ils privilégient les monnaies offrant des taux d'intérêt plus élevés au détriment du franc suisse. La livre sterling en profite. En août, celle-ci s'est certes montrée volatile face à la monnaie helvétique, mais elle a poursuivi sa tendance haussière dans l'ensemble (+0,6%). A notre avis, trop d'optimisme est déjà intégré dans le cours de la livre britannique. En particulier, la Banque d'Angleterre (BoE) devrait, en raison du ralentissement de l'économie, resserrer sa politique monétaire moins fortement que ne le prévoit le marché. Nous tablons donc sur un cours GBP / CHF plus bas à moyen terme.

JPY/CHF*

Dans le sillage de l'intervention conjointe des Etats-Unis et du Japon sur le marché des changes, le yen a atteint début août son niveau le plus élevé face au franc suisse depuis décembre 2025. Au cours du mois, les gains enregistrés se sont toutefois progressivement effrités, avec une baisse de 1,3% sur l'ensemble de la période. Cela s'explique en premier lieu par la Banque du Japon. En raison du moteur économique toujours vacillant, elle ne normalisera sa politique monétaire que lentement avec de nouvelles hausses des taux d'intérêt. Dans le même temps, la politique budgétaire devrait rester expansionniste. Dans ce contexte, nous ne voyons guère de potentiel de hausse du cours JPY / CHF à moyen terme.

* 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	1.0	1.3	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	3.0

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	3.4	2.5
Chine	0.2	0.2	0.1	1.1	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	0.25
EUR	3.00	2.00	2.25	2.50	2.50
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	1.25	1.50

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	0.44	0.40	0.50
EUR (Allemagne)	2.36	2.85	3.38	3.00	3.00
USD	4.57	4.17	4.80	4.50	4.50
JPY	1.09	2.06	2.93	2.80	2.60

Taux de change (fin d'année)

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.94	0.93	0.94	0.93	0.92
USD/CHF	0.90	0.79	0.81	0.80	0.78
JPY/CHF (x 100)	0.58	0.51	0.53	0.51	0.52
EUR/USD	1.04	1.17	1.16	1.16	1.18
GBP/CHF	1.14	1.07	1.10	1.06	1.04

Matières premières (fin d'année)

	2024	2025	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	75	61	100	85	70
Or (USD/once)	2'625	4319	4'405	4'500	5'000

*corrigé des événements sportifs **les chiffres du PIB sont plus controversés 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 ****08.09.2026

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉES DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

	2022	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
PIB réel, variation en %	3.5	1.4	1.3	1.8	0.8	1.3
Consommation privée	4.9	1.3	2.1	1.7	1.0	1.5
Consommation publique	-0.6	1.2	2.0	-0.6	1.3	0.8
Dépenses de biens d'équipement	4.7	3.5	0.6	3.7	0.0	2.0
Investissements dans le bâtiment	-6.9	-1.5	-1.4	2.9	1.1	1.6
Exportations	5.8	-1.1	3.3	3.4	3.0	2.5
Importations	6.6	1.6	3.4	5.8	2.0	3.0
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.