

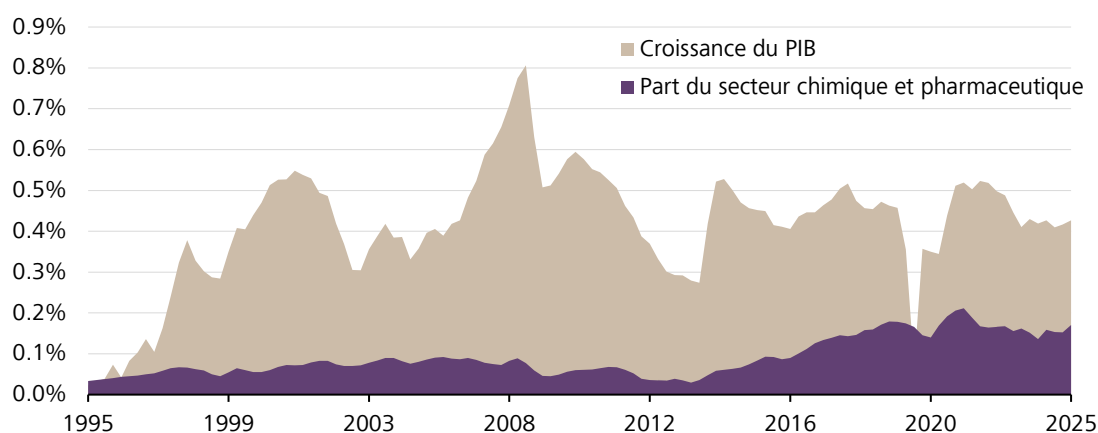
Check conjoncturel

Les exportations suisses vers les Etats-Unis se sont effondrées en août. Toutefois, grâce au développement vigoureux du marché intérieur et du fait que seule une partie de l'industrie est touchée par les droits de douane, l'impact sur la conjoncture sera limité. La BNS a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour 2026, à près de 1%, une valeur conforme à nos anticipations de longue date. Toutefois, la Banque nationale ne voit pas la nécessité de mesure supplémentaire, le taux directeur étant déjà très bas. La barre pour revenir en territoire négatif reste haute.



GRAPHIQUE DU MOIS: MOTEUR DE CROISSANCE DE LA SUISSE

Croissance trimestrielle du PIB (réel) et part du secteur pharmaceutique et chimique, moyenne glissante sur cinq ans



Source: SECO, Raiffeisen Economic Research

L'industrie pharmaceutique génère près de 10% du PIB suisse, contribue pour près de 40% à la croissance économique et génère plus de la moitié de toutes les exportations. Les principales sociétés du secteur réalisent l'essentiel de leur chiffre d'affaires aux Etats-Unis. Il s'agit à la fois d'un marché clé et d'un talon d'Achille, car l'activité américaine est soumise à une pression politique considérable.

Le président Trump exige des réductions de prix significatives et de nouvelles promesses d'investissement. Il a annoncé un tarif douanier de 100%, comme moyen de pression. Cette annonce relève davantage de la menace que de l'option réalisable, car une telle mesure ferait monter les prix en flèche. Un scénario de compromis semble donc plus plausible: les entreprises pharmaceutiques suisses et autres proposeront des remises sélectives et des investissements supplémentaires. En contrepartie, le gouvernement états-unien renoncera à des mesures drastiques et ne prélèvera que des droits de douane modérés. Un tel compromis réduit certes les marges dans les opérations aux Etats-Unis et conduit à des délocalisations de la production hors de Suisse, mais évite des conséquences plus graves à court terme.

A long terme aussi, la pression politique en faveur d'une baisse des prix ne devrait pas s'atténuer. Les concessions accordées jusqu'à présent par les entreprises pharmaceutiques sont uniquement dues à l'initiative du président Trump. Il n'existe pas encore de réglementation légale des prix aux USA. Si les médicaments restent nettement plus chers qu'à l'étranger, le Congrès des Etats-Unis risque de s'orienter tôt ou tard vers une réglementation formelle à l'image de l'Europe. Pour les entreprises pharmaceutiques suisses, un tel changement de système représente le principal risque.

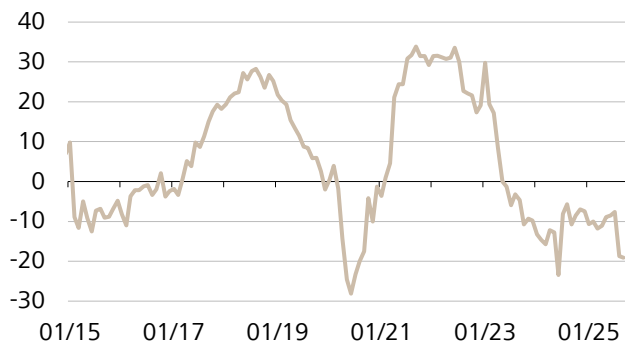
Si le scénario de compromis se concrétise, la branche restera un moteur notable de la croissance du PIB suisse. Le secteur pharmaceutique reste en effet un marché lucratif en pleine croissance en raison du vieillissement de la population mondiale. L'attaque frontale du président Trump doit toutefois être perçue comme un signal d'alarme en Suisse. De plus amples informations à ce sujet sont disponibles dans notre nouvelle étude: [L'industrie pharmaceutique suisse et les Etats-Unis: gros risque ou grosse opportunité?](#)

Conjoncture



MORAL DES ENTREPRISES SUISSES

Climat des affaires KOF dans le secteur manufacturier

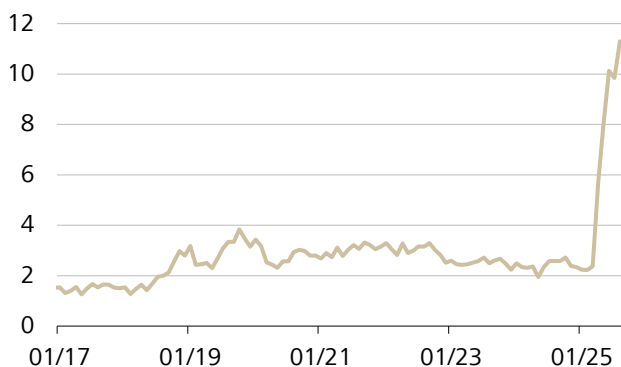


Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research.



RECETTES DOUANIÈRES DES USA

Taux de droit effectif moyen en %

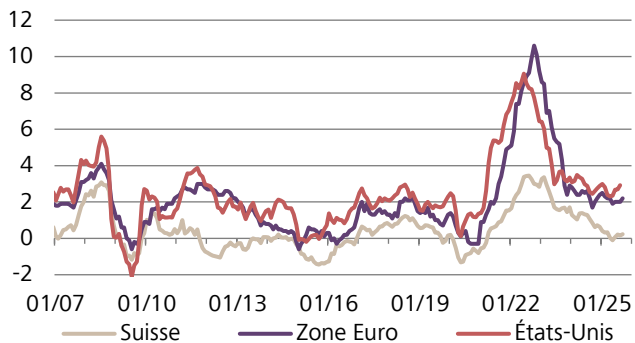


Source: BNS, Raiffeisen Economic Research.



PREX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research.

Les montagnes russes douanières

Après un bon début d'année, la première estimation du PIB suisse pour le deuxième trimestre fait état d'un net ralentissement de la croissance, passant de 0,8% à 0,2% par rapport au trimestre précédent. Comme dans d'autres pays, la forte volatilité est à attribuer à la politique douanière des Etats-Unis. Les exportations anticipées, notamment dans le secteur pharmaceutique, avaient d'abord entraîné une hausse des exportations avant l'annonce des droits de douane réciproques début avril, mais cette tendance s'est inversée au deuxième trimestre, pesant considérablement sur la création de valeur dans l'industrie. Le secteur suisse des services a quant à lui continué à contribuer de manière stable et positive à la croissance.

Moral morose de l'industrie

Les perspectives de l'industrie suisse se sont toutefois encore détériorées depuis l'annonce de sanctions douanières américaines, bien plus élevées que prévu. Alors que l'UE a conclu un accord avec les Etats-Unis et est parvenue à limiter le niveau des sanctions douanières à 15% (sauf dans le secteur de l'acier et de l'aluminium), la Suisse est frappée d'une sanction beaucoup plus élevée (39%). Et concernant les entreprises pharmaceutiques suisses, c'est une menace de droits de douane de 100% qui plane. Des exceptions, des solutions de contournement et un accord ultérieur peuvent en atténuer les effets, mais pour de nombreuses entreprises, un tel niveau de taxe entraînerait une perte significative de compétitivité sur les prix. A cela s'ajoute le franc qui s'apprécie par rapport à l'USD. Le moral a ainsi connu une nouvelle baisse, notamment dans les enquêtes dans l'industrie (cf. graphique). Les consommateurs aussi s'inquiètent de plus en plus pour leur emploi. La hausse des salaires réels contribue toutefois à stabiliser le pouvoir d'achat alors que le chômage ne connaît qu'une légère hausse.

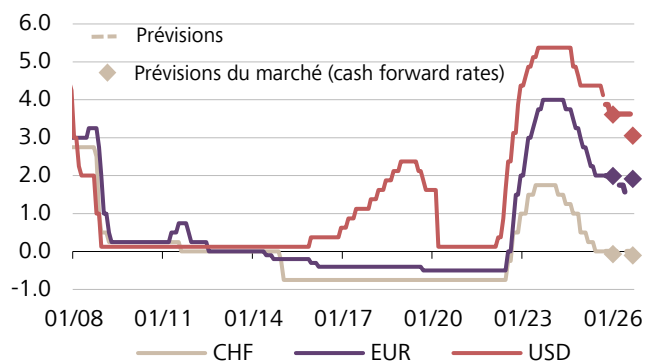
Divergence des prix des marchandises

L'ampleur finale des droits de douane sur l'économie mondiale reste très incertaine. Il en va de même pour la répartition des coûts. Les entreprises peuvent souvent esquisser temporairement la charge en augmentant leurs stocks. La forte augmentation des recettes douanières américaines confirme toutefois désormais une hausse de la charge douanière moyenne sur les importations américaines à plus de 10%. En parallèle, la relative stabilité des prix à l'importation indique que les droits de douane sont majoritairement supportés par les importateurs américains. Les enquêtes auprès des entreprises révèlent des projets de prix de vente à la hausse. Ces projections commencent à se concrétiser, comme en atteste la hausse récente des prix des biens de consommation aux Etats-Unis, qui devrait se poursuivre au moins au cours des prochains mois. Cette pression sur les prix n'existe pas en Europe, notamment parce que les gouvernements ont largement renoncé aux droits de douane. Les sombres perspectives conjoncturelles continuent plutôt de freiner la pression générale sur les prix. En Suisse, la déflation des prix des marchandises importées, due à la force du franc, semble toutefois avoir dépassé son point culminant. Dans le même temps, l'inflation des services s'est stabilisée à un niveau modéré ces derniers mois, l'inflation globale se maintenant légèrement au-dessus de zéro.

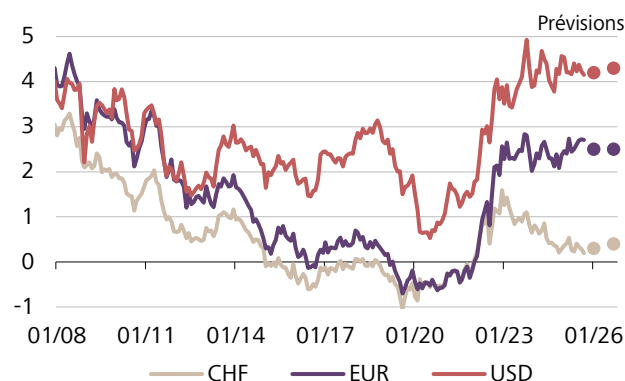
Taux d'intérêt



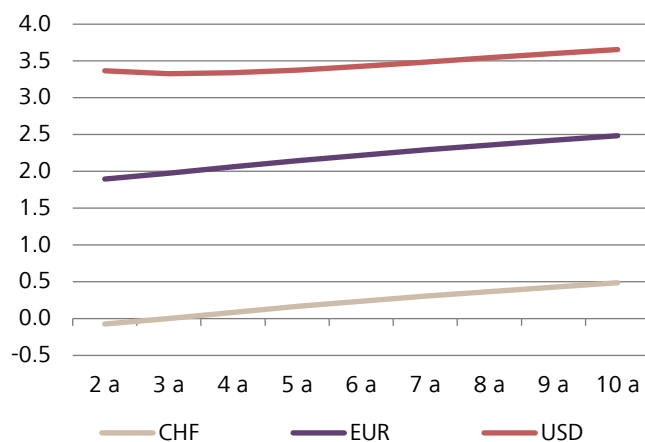
TAUX DIRECTEURS, EN %



OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS, EN %



COURBE DES TAUX (AU 09.10.2025), EN %



La Fed baisse ses taux par sécurité

En raison de la pression persistante sur les prix, la Fed a fait une pause prolongée dans l'assouplissement de sa politique monétaire. Les signes croissants d'un ralentissement sensible du marché de l'emploi ont toutefois incité la Fed à baisser les taux en septembre. La fourchette cible a été abaissée de 25 points de base à 4,0%-4,25%. Les principaux responsables de la Fed sont ouverts à de nouvelles baisses pour éviter que la dynamique de l'emploi s'affaiblisse davantage. Toutefois, le président de la Fed, Jerome Powell, ne voit pas de fortes baisses de taux se profiler, en raison d'une accélération de la hausse des prix à la consommation induite par les tarifs douaniers. Tant que l'économie des USA reste relativement forte, il n'est pas nécessaire de mettre en place un cycle d'assouplissement de grande envergure, malgré l'avis contraire du président américain.

La BCE en bonne position

Côté européen, la BCE ne voit pas la nécessité d'agir davantage. Le taux directeur principal, c.-à-d. le taux de dépôt, est resté inchangé depuis le milieu de l'année, après huit baisses consécutives où il était passé de 4,0% à 2,0%. Malgré les effets négatifs des tarifs douaniers, le chômage dans la zone euro reste à un niveau historiquement bas. Et grâce à l'accord douanier qui a réduit l'incertitude, la BCE estime que les risques pour la croissance sont contrebalancés. Avec une inflation proche de l'objectif, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, estime que la Banque centrale est toujours en bonne position et ne voit actuellement aucune raison de continuer à baisser les taux à titre préventif. Un nouvel ajustement à la baisse des taux d'intérêt n'est pas à exclure si les effets des tarifs douaniers négatifs se prolongent et si les effets positifs des mesures de relance budgétaire ralentissent.

La BNS confirme un seuil élevé

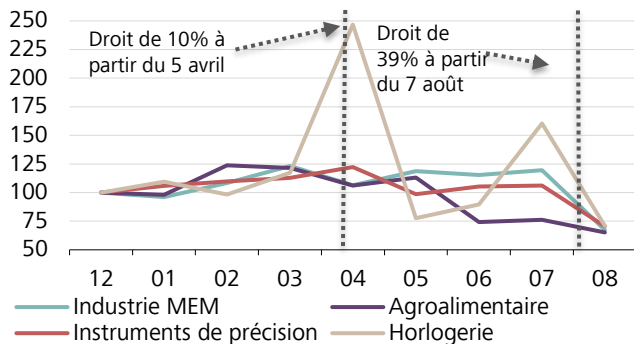
Lors de sa réunion trimestrielle de septembre, la Banque nationale suisse n'a pas non plus abaissé son taux directeur, qui reste à 0%. Lors du dernier ajustement en juin, Martin Schlegel, président de la BNS, avait déjà souligné qu'en raison d'effets secondaires négatifs sur les épargnants, les caisses de retraite et le processus de transmission de la politique monétaire, la réintroduction de taux d'intérêt négatifs était beaucoup plus difficile que les baisses de taux dans la zone positive. Cette évaluation a été réitérée à l'issue de la dernière réunion. Malgré les tarifs douaniers états-unis élevés, la BNS ne prévoit que des effets conjoncturels limités et pas de récession. Par ailleurs, la tendance baissière de l'inflation sous-jacente ne s'est pas poursuivie dernièrement. Le taux d'inflation annuel reste légèrement positif avec des prévisions de prix stables. Les projections d'inflation à moyen terme de la BNS restent ainsi presque inchangées, confortablement dans la marge de fluctuation de 0%-2%. Par ailleurs, la BNS estime que la baisse rapide des taux depuis mars 2024 continue de soutenir la conjoncture et qu'il n'y a donc pas besoin d'assouplissement supplémentaire pour le moment.

Secteurs suisses



EXPORTATIONS VERS LES ETATS-UNIS

Evolution depuis le début de l'année, non corrigée

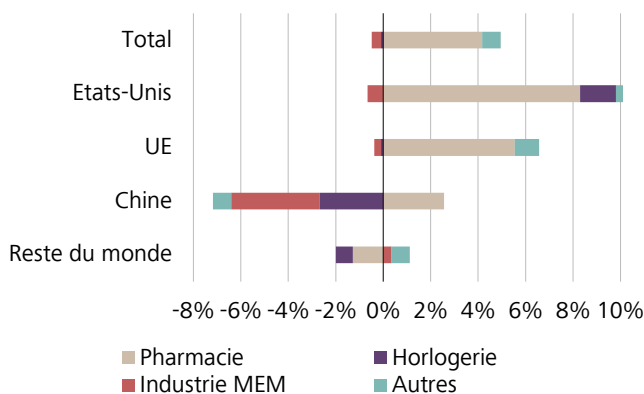


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



EXPORTATIONS SUISSES DANS LE MONDE

De janv. à août, par rapp. à l'exercice précédent en %, contributions à la croissance incl.

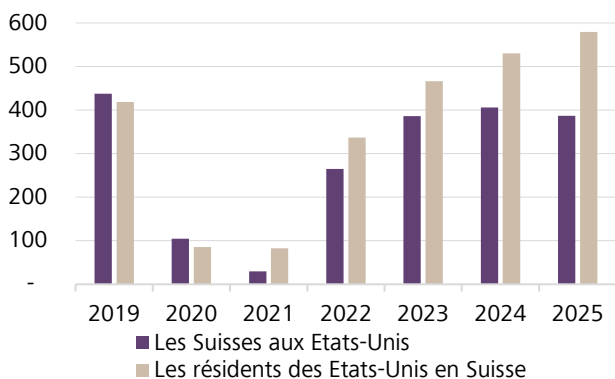


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



ARRIVÉES DE TOURISTES

Janvier à août, cumulés, en milliers



Source: Département du Commerce des États-Unis, Raiffeisen Economic Research

Exportations vers les Etats-Unis en net recul

Le marteau douanier du 7 août a déjà laissé des traces sur les exportations vers les Etats-Unis. Dans les secteurs touchés par les droits de douane, les exportations ont reculé d'environ 45% en août par rapport à juillet. Ce recul a été généralisé, mais les conséquences sur la situation des affaires ont été variables. Dans l'industrie horlogère, le volume des exportations pour l'année en cours reste nettement supérieur à la valeur de l'année précédente (+20%), malgré le récent effondrement. Plusieurs fabricants horlogers se sont montrés prévoyants et ont de nouveau massivement augmenté leurs stocks aux Etats-Unis en juillet. Certes, il ne devrait pas y avoir d'exportations anticipées au cours des prochains mois, mais celles qui ont déjà eu lieu devraient aider les entreprises à alléger les charges douanières sur le marché états-unien. Dans les autres secteurs, en revanche, il n'y a eu que peu d'effets d'anticipation. Alors que le niveau des exportations d'instruments de précision vers les Etats-Unis reste jusqu'à présent 2% supérieur à celui de l'exercice précédent, les produits alimentaires (-3%) et l'industrie MEM affichent déjà un recul sensible par rapport à 2024 (-5,7%) après l'effondrement d'août.

Les exportations vers la Chine en recul, elles aussi

Avec le durcissement des tarifs douaniers US, ce marché menace de s'effondrer alors qu'il était considéré comme le seul moteur de croissance fiable pour de nombreux secteurs exportateurs ces dernières années. Dans le même temps, la demande chinoise continue de fléchir, en particulier pour les machines et les montres, en raison du ralentissement conjoncturel dans le pays. En revanche, les exportations vers l'UE ont augmenté en août. Dans l'ensemble, elles stagnent toutefois depuis un certain temps, les exportations pharmaceutiques constituant l'une des rares exceptions. Nous tablons sur une évolution conjoncturelle modérée chez les deux partenaires commerciaux en raison des tarifs douaniers US, si bien que l'environnement restera difficile pour les exportateurs suisses.

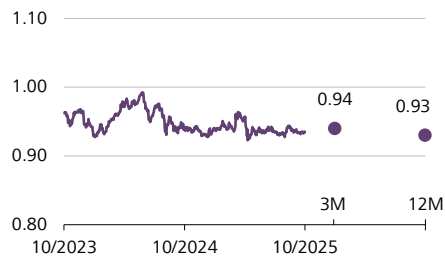
La baisse de la demande pour les voyages aux Etats-Unis se poursuit

La faiblesse du dollar US constitue une charge supplémentaire pour les exportations vers les Etats-Unis. Quant à lui, le tourisme suisse ne montre pour l'instant aucun signe de ralentissement. Les touristes américains continuent d'affluer en Suisse, à tel point que le secteur devrait enregistrer cette année un nouveau record en termes de nuitées. Malgré le taux de change avantageux, les Suisses se rendent toutefois moins aux Etats-Unis: cet été, le nombre de voyages était inférieur de 5% à celui de l'année précédente et de 7% à celui de 2023. Dans le même temps, la demande générale de voyages en avion est restée élevée, comme le montrent les derniers chiffres du nombre de passagers dans les aéroports suisses.

Monnaies

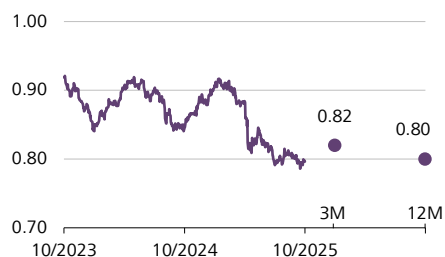


PRÉVISIONS



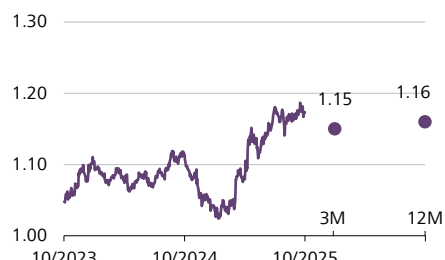
EUR/CHF

L'euro s'est montré stable par rapport au franc en septembre, oscillant entre 93 et 94 centimes, une fourchette stable depuis un certain temps déjà. Nous nous attendons à ce que la monnaie unique continue d'évoluer dans ce domaine au cours des 12 prochains mois. La Banque centrale européenne (BCE), qui a maintenu son taux directeur le mois dernier, a également contribué à cette stabilité. Alors que le marché ne s'attend pas à une nouvelle évolution des taux à l'horizon d'un an, nous prévoyons deux baisses de taux de 25 points de base chacune. Le fait que la récente crise gouvernementale en France n'ait pas affaibli davantage l'euro est une bonne chose.



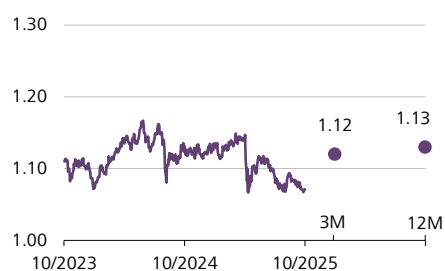
USD/CHF

La tendance à l'affaiblissement persiste: le dollar américain est tombé à un plancher historique par rapport au franc suisse en septembre. Il en résulte une baisse de 0,5% sur un mois. D'ici à la fin de l'année, nous misons sur une nouvelle baisse des taux par la Réserve fédérale américaine, ce qui réduira le taux préférentiel du billet vert et pourrait exercer une pression supplémentaire sur la monnaie. A cela s'ajoute la persistance de l'inflation, qui se situe actuellement à 2,9%, soit nettement au-dessus du plafond de 2% fixé par la Fed. Le shutdown entré en vigueur le 1er octobre n'améliore pas le moral non plus. Etant donné que le dollar semble quelque peu survendu actuellement, nous prévoyons un léger rebond au prochain trimestre.



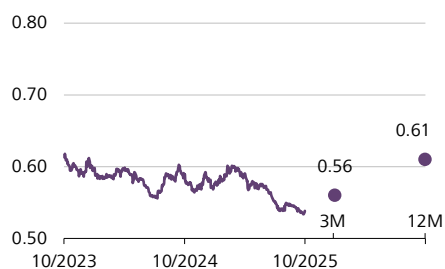
EUR/USD

L'euro poursuit sa tendance haussière par rapport au dollar américain. La monnaie unique s'est appréciée de 0,4% par rapport à la monnaie américaine en septembre. Depuis le début de l'année, la hausse cumulée s'élève à environ 13%. Nous partons du principe que l'euro a quelque peu dépassé les limites de cette évolution et prévoyons une baisse à 1,15 à court terme, et ce, bien que la différence d'intérêt évolue en faveur de l'euro jusqu'à la fin de l'année. Alors que les taux directeurs américains devraient baisser au cours du trimestre à venir, la Banque centrale européenne n'interviendra plus sur les taux dans un premier temps.



GBP/CHF

La Grande-Bretagne est marquée par la stagflation. L'économie stagne et le taux d'inflation de 3,8% est presque deux fois plus élevé que l'objectif de 2% visé par la BOE. Ces données montrent à quel point la marge pour de nouvelles baisses de taux est faible. Alors que l'inflation élevée plaide en faveur d'une politique monétaire restrictive, la faiblesse conjoncturelle nécessite en réalité des taux d'intérêt plus bas. Dans ce contexte, la livre sterling a perdu 1% en septembre. En raison de la correction déjà intervenue, nous estimons toutefois que le cours intègre trop d'éléments négatifs et nous tablons donc sur une livre plus forte à 3 mois comme à 12 mois.



JPY/CHF*

Le yen connaît des fluctuations importantes. Après un mois de septembre morose, la devise japonaise s'est redressée grâce au rapport Tankan positif publié début octobre. Celui-ci a alimenté les attentes du marché quant à une hausse prochaine des taux d'intérêt par la BOJ. Cependant, avec l'arrivée au pouvoir de Sanae Takaichi à la tête du Parti libéral-démocrate au pouvoir, ces attentes s'estompent. Depuis le premier week-end d'octobre, les investisseurs misent sur une augmentation des dépenses publiques et un assouplissement de la politique monétaire, ce qui a freiné le yen. Sur l'ensemble de l'année, nous tablons néanmoins sur une légère hausse des taux d'intérêt et un renforcement du yen en raison de la hausse de l'inflation.

* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office, Raiffeisen Suisse Economic Research

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (croissance annuelle moyenne en %)

	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
Suisse*	2.9	1.2	0.9	0.9	1.0
Zone euro	3.6	0.5	0.8	0.9	1.0
Etats-Unis	2.5	2.9	2.8	1.5	1.3
Chine**	3.0	5.2	5.0	4.5	4.0
Japon	1.0	1.8	0.1	0.8	0.8
Monde (PPP)	3.6	3.3	3.2	2.7	2.6

Inflation (moyenne annuelle en %)

	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
Suisse	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5
Zone euro	8.4	5.5	2.4	2.0	1.8
Etats-Unis	8.0	4.1	3.0	3.0	3.3
Chine	2.0	0.2	0.2	0.2	0.5
Japon	2.5	3.3	2.7	2.7	1.9



MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs (fin d'année en %)**

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 2026
CHF	1.75	0.50	0.00	0.00	0.00
EUR	4.00	3.00	2.00	2.00	1.50
USD	5.25-5.50	4.25-4.50	4.00-4.25	3.75-4.00	3.50-3.75
JPY	-0.10	0.25	0.50	0.50	0.75

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

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 2026
CHF	0.65	0.27	0.21	0.30	0.40
EUR (Allemagne)	2.02	2.36	2.70	2.50	2.50
USD	3.88	4.57	4.14	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.70	1.50	1.30

Taux de change (fin d'année)

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 2026
EUR/CHF	0.93	0.94	0.93	0.94	0.93
USD/CHF	0.84	0.90	0.80	0.82	0.80
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.52	0.56	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.16	1.15	1.16
GBP/CHF	1.07	1.14	1.07	1.12	1.13

Matières premières (fin d'année)

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 2026
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	77	75	66	68	70
Or (USD/once)	2063	2625	4040	3900	4200

*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 ****09.10.2025

Prévisions Raiffeisen (II)



SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉES DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

	2021	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
PIB réel, variation en %	5.9	3.5	1.3	1.2	0.9	1.0
Consommation privée	2.2	4.9	1.4	2.4	1.4	1.5
Consommation publique	2.9	-0.6	1.4	1.3	1.2	0.8
Dépenses de biens d'équipement	7.0	4.7	3.8	1.2	1.2	1.9
Investissements dans le bâtiment	-3.1	-6.9	-1.5	-1.4	2.2	1.8
Exportations	11.5	5.8	-2.0	3.0	6.3	1.0
Importations	4.8	6.6	1.1	3.7	6.9	1.9
Taux de chômage en %	3.0	2.2	2.0	2.5	2.9	3.3
Inflation en %	0.6	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5

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.