

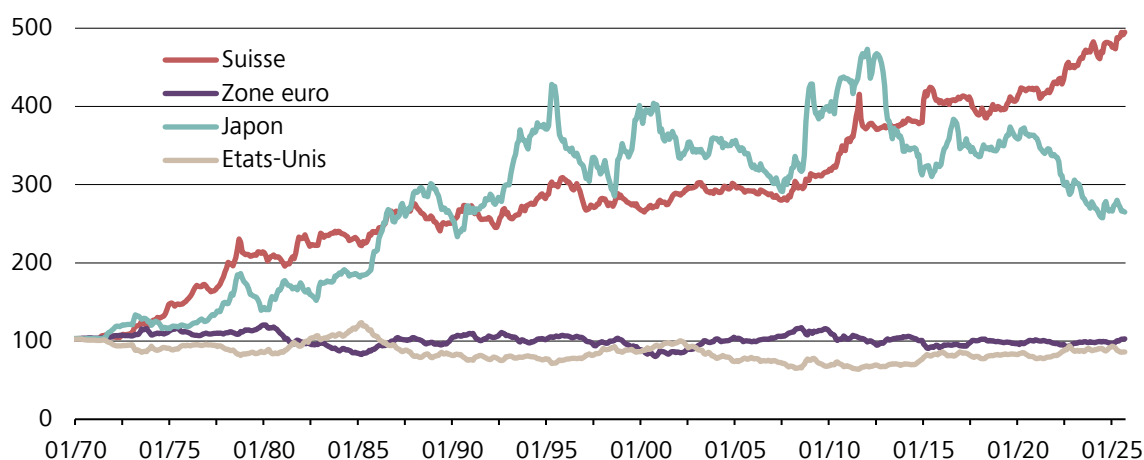
Check conjoncturel

L'économie suisse est freinée par la politique douanière américaine. Les perspectives commerciales dans les secteurs touchés par les sanctions douanières de 39% se sont de nouveau assombries ces derniers temps et laissent présager de nouvelles pertes d'emplois industriels. La robustesse du secteur des services et la solidité de la demande intérieure devraient toutefois continuer à permettre une évolution économique positive modérée. Et comme le franc suisse s'est montré assez stable face à l'euro depuis le début de l'année, la BNS n'a aucune raison d'intervenir.



GRAPHIQUE DU MOIS: LA DERNIÈRE MONNAIE FORTE

Taux de change nominal pondéré des échanges commerciaux (indice)



Source: BRI, Raiffeisen Economic Research

Après que le président américain Richard Nixon eut définitivement levé l'arrimage du dollar US à l'or en 1971 et dévalué le billet vert, le système de Bretton Woods et les taux de change fixes prirent fin à leur tour et les monnaies commencèrent à fluctuer. Dans les décennies qui ont suivi, le yen japonais et le franc suisse se sont distingués par leur forte tendance à la hausse persistante.

La force ces monnaies s'expliquait principalement par les niveaux durablement plus faibles d'inflation dans les deux espaces monétaires. Selon la théorie de la parité de pouvoir d'achat, les variations des prix des biens faisant l'objet d'échanges internationaux entre les zones monétaires s'ajustent via le taux de change. Les faibles hausses de prix se traduisent par une appréciation nominale. Corrigée des prix et en termes réels, l'appréciation du franc au fil du temps n'est pas importante, surtout par rapport au dollar US. En revanche, le franc s'est nettement apprécié en termes réels face à l'euro, notamment depuis la crise financière. Il s'est aussi fortement apprécié face au yen, au plus tard depuis la pandémie. Le yen a perdu sa position de monnaie forte au

cours des dernières années et a considérablement baissé tant en termes nominaux qu'en termes réels par rapport aux autres grandes monnaies.

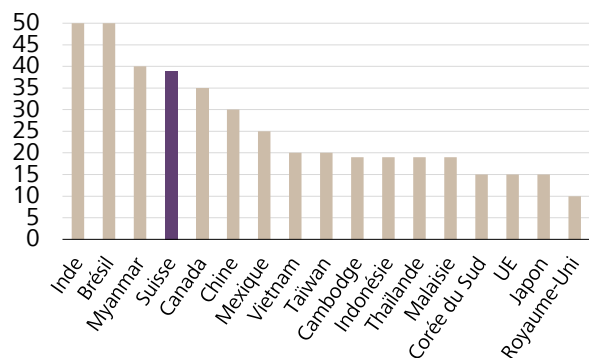
Cette évolution est due à la combinaison d'une inflation accrue et d'une politique monétaire toujours accommodante. Alors qu'aux Etats-Unis, les taux réels restent nettement positifs du fait de l'attitude réservée de la Fed, ils sont fortement négatifs au Japon, avec un taux directeur de 0,5% et un taux d'inflation de près de 3%. Cela rend les placements en yen beaucoup moins attractifs et affaiblit la monnaie, et la hausse de l'inflation importée ne fait que renforcer cette évolution. En Suisse, le taux réel a également été légèrement négatif, avec un taux directeur de la BNS de 0% et une inflation s'élevant dernièrement à 0,1%. Dans la zone euro, la situation n'est toutefois pas très différente. Etant donné que la Suisse fait de plus en plus figure de dernier rempart en matière de politique budgétaire, le franc reste prisé. Avec la perspective de différences d'inflation persistantes et importantes, l'écart entre le franc et les autres monnaies devrait continuer à se creuser au fil du temps.

Conjoncture



DROITS DE DOUANE «RÉCIPROQUES»

Droits de douane américains, % par partenaire commercial

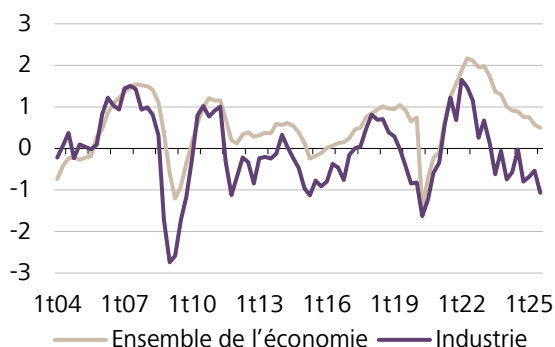


Source: Center for Global Development, Raiffeisen Economic Research



MARCHÉ DU TRAVAIL SUISSE

Indicateur KOF de l'emploi (0 = moyenne à long terme)

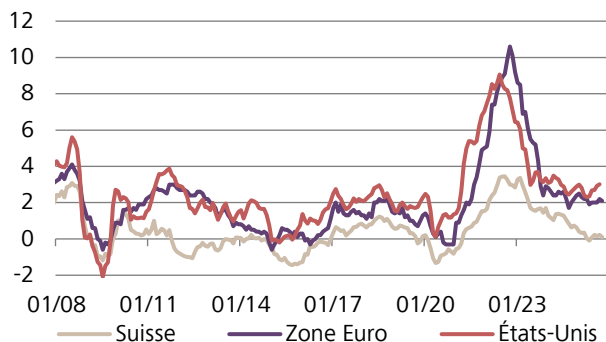


Source: KOF, Raiffeisen Economic Research



PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Les Etats-Unis solides, l'Europe modérée

Aux Etats-Unis, il est difficile d'évaluer l'évolution économique en raison du long «shutdown» et de l'interruption de nombreuses publications de données. Cependant, les données incomplètes disponibles indiquent encore une conjoncture solide jusqu'à récemment. L'Europe ne parvient pas à suivre. Au troisième trimestre, la zone euro n'a enregistré qu'une croissance modérée de +0,2% par rapport au trimestre précédent. En Italie et en Allemagne, l'économie a même stagné. Les futures impulsions de croissance sont attendues par la poussée des investissements publics prévue en Allemagne. Dans les autres pays, en revanche, les indicateurs pointent plutôt vers une consolidation budgétaire. Jusqu'à présent, aucune accélération de la croissance ne semble toutefois se dessiner en Allemagne non plus. Dernièrement, l'évaluation de la situation dans l'industrie s'est même à nouveau assombrie. Et les attentes sont peu euphoriques, notamment en raison du manque d'élan réformateur de la coalition gouvernementale. Cela vaut également pour la construction, qui devrait pourtant profiter le plus du plan de relance.

Après l'UE, de nombreux pays asiatiques ont récemment conclu des accords commerciaux avec les Etats-Unis, avec des tarifs douaniers inférieurs aux menaces initiales et des exceptions supplémentaires. La Chine a aussi réussi à réduire considérablement les tarifs douaniers en se servant des terres rares comme instrument de pression. En revanche, la Suisse n'a pas encore progressé dans ses négociations. Tant que le droit de douane réciproque de 39% sera maintenu, les exportateurs pâtiront d'un désavantage concurrentiel considérable, d'autant plus que le franc est fort. En revanche, pour l'important secteur pharmaceutique, les premiers accords entre le gouvernement américain et les entreprises pharmaceutiques laissent espérer que la menace des tarifs douaniers de 100% ne se concrétisera pas. Les enquêtes auprès de l'industrie suisse reflètent les préoccupations de compétitivité. Contrairement aux prestataires de services, plus de fabricants souhaitent réduire leurs effectifs en raison de la faiblesse de la demande.

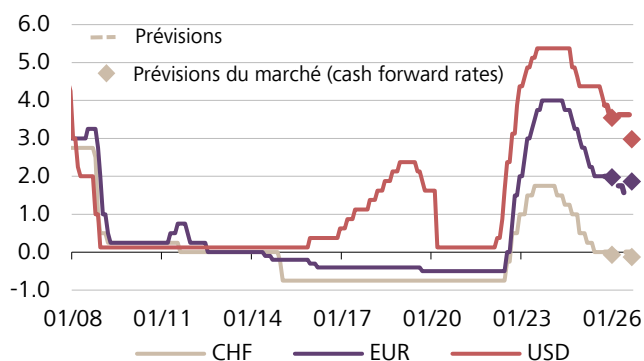
L'inflation suisse reste proche de zéro

Jusqu'à présent, les tarifs douaniers ont été supportés par les importateurs américains; c'est du moins ce que suggère la stabilité des prix des importations américaines. Jusqu'à présent, la répercussion des coûts supplémentaires sur les consommateurs reste limitée. Mais les entreprises prévoient d'importants ajustements de prix dans les mois à venir, et cela maintiendra la pression sur les prix. En Europe, en revanche, les entreprises ne témoignent pas d'une nouvelle hausse de la pression sur les prix. L'affaiblissement de la conjoncture et la baisse de la dynamique des salaires laissent présager une légère tendance à la baisse de l'inflation dans la zone euro, même si l'inflation dans le secteur des services était récemment encore tenace. En Suisse, en revanche, les prestataires de services ne voient plus de besoin important d'augmenter leurs prix depuis quelque temps. Par ailleurs, la déflation importée continue à modérer l'évolution des prix et ne maintient l'inflation globale que légèrement au-dessus de zéro.

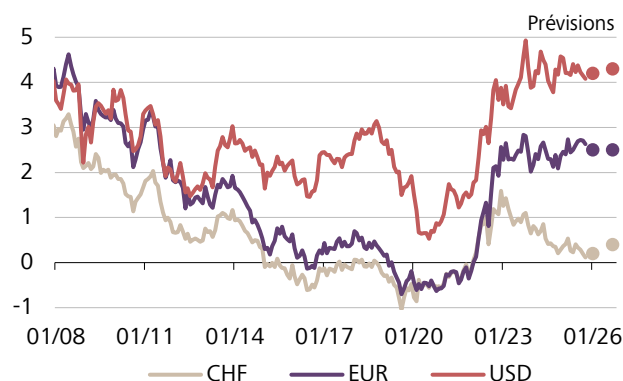
Taux d'intérêt



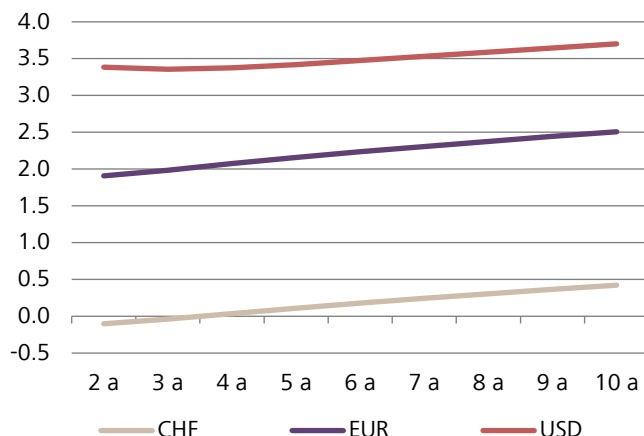
TAUX DIRECTEURS, EN %



OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS, EN %



COURBE DES TAUX (AU 10.11.2025), EN %



La Fed navigue à vue

La Fed a abaissé son taux cible de 25 points de base pour la deuxième fois consécutive en octobre, le faisant passer à 3,875%. Son président, Jerome Powell, a confirmé que les avis des membres du Comité étaient très divergents, certains s'inquiétant davantage du marché de l'emploi, d'autres de l'inflation. L'interruption de nombreuses publications de données due au «shut-down» réduit par ailleurs la visibilité. C'est pourquoi, pour M. Powell, une nouvelle baisse des taux en décembre est loin d'être acquise. Toutes les options restent ouvertes. Sur les marchés des taux, la probabilité intégrée d'une nouvelle adaptation en décembre a nettement chuté après ces déclarations prudentes, mais reste supérieure à 50%. En tout état de cause, les dernières données disponibles sur le marché de l'emploi et les prix n'indiquent aucune tendance claire et ne fournissent aucune indication univoque pour la prochaine décision en matière de taux d'intérêt.

Lors de sa dernière réunion, la Banque centrale européenne a fait état de perspectives de croissance solides. Certes, l'industrie manufacturière est freinée par les tarifs douaniers et l'appréciation de l'euro, mais on part du principe que les baisses de taux d'intérêt et l'augmentation de l'investissement public auront d'autres effets positifs. Selon l'estimation de la BCE, certains risques baissiers, notamment liés à la politique douanière américaine, ont récemment diminué. Dans le même temps, la banque centrale estime que les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont toujours cohérents avec l'objectif d'inflation. Globalement, le Conseil des gouverneurs se voit ainsi encore mieux positionné, sans nécessité de réorienter la politique monétaire. L'amélioration tendancielle des prévisions conjoncturelles et la persistance de l'inflation dans le secteur des services rendent un ajustement des taux plus improbable, du moins à court terme.

La Banque Nationale Suisse (BNS) nettement sous la barre

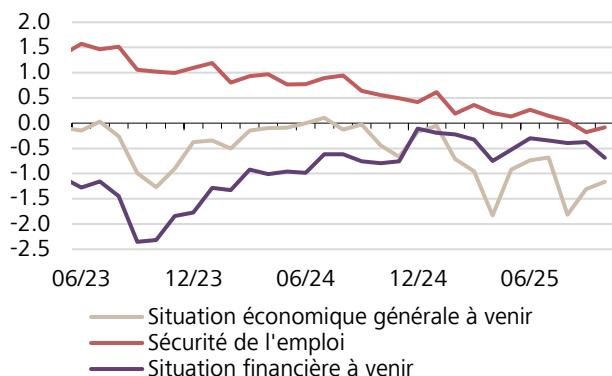
Suite à de nouveaux litiges douaniers avec les Etats-Unis, le taux EUR / CHF a brièvement chuté à un plancher historique. La BNS était intervenue sur le marché des devises à hauteur de 5 milliards de francs à un niveau similaire, en avril, lors des turbulences sur les marchés qui avaient fait suite à l'annonce de sanctions douanières américaines réciproques. On ne peut donc pas exclure des achats de devises à l'heure actuelle. Dans l'ensemble, le franc n'affiche toutefois aucune nouvelle variation importante par rapport à l'euro. Le taux EUR / CHF reste stable depuis le début de l'année. Comme la BCE a stoppé son cycle de baisse et maintient un écart confortable entre ses taux d'intérêt et ceux de la BNS, l'attractivité du franc en tant que monnaie de placement ne va pas se renforcer. La déflation importée liée au taux de change a également atteint son paroxysme. Lors de la séance trimestrielle de septembre de la BNS, Martin Schlegel, son président, a répété que les obstacles à une réintroduction de taux négatifs étaient bien plus élevés que ceux s'opposant à une baisse des taux en territoire positif, en raison des effets secondaires négatifs. Dans le contexte actuel, même sans obstacles, la BNS n'a rien à entreprendre.

Secteurs suisses



MORAL DES CONSOMMATEURS

En écarts-types par rapport à la moyenne (10 dernières années)

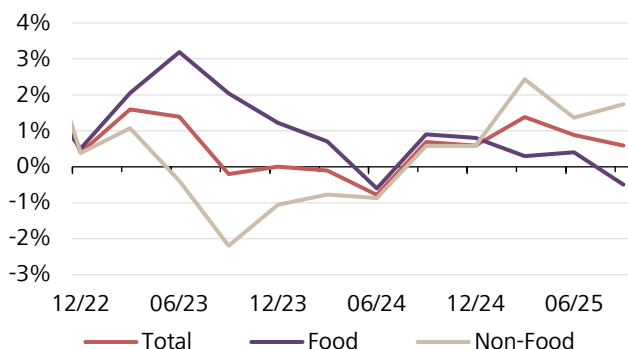


Source: SECO, Raiffeisen Economic Research



COMMERCE DE DÉTAIL

Chiffre d'affaires nominal par rapport à l'année précédente (hors carburants)

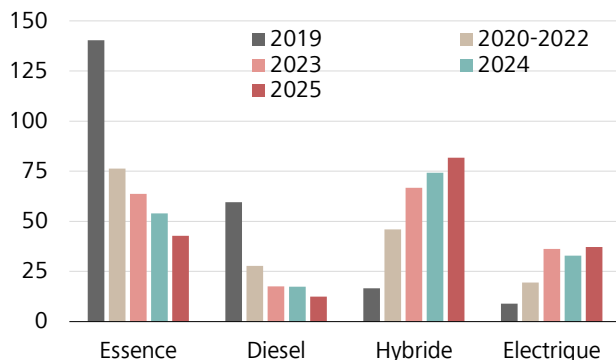


Source: OFS, Raiffeisen Economic Research



NOUVELLES IMMATRICULATIONS DE VOITURES DE TOURISME

Par types de moteur, janvier-septembre, cumulées (en milliers)



Source: OFS, Raiffeisen Economic Research

Un moral fragile pour les consommateurs

Le moral des consommateurs en Suisse s'est assombri depuis l'été. Les consommateurs sont plus pessimistes quant à l'évolution économique qu'il y a un an et ont de plus en plus l'impression que leur emploi est menacé. Cependant, leur moral n'est pas en berne dans tous les domaines. Leurs prévisions concernant leur situation financière sont restées stables et proches de la moyenne historique. L'une des principales raisons en est la faible inflation. Le moment est également jugé plus favorable pour effectuer des acquisitions importantes qu'il y a un an. En conséquence, la dynamique de la consommation n'a que légèrement ralenti malgré l'incertitude sur le marché de l'emploi, comme le montre le commerce de détail.

Les chiffres d'affaires nominaux du commerce de détail (hors carburant) ont augmenté au troisième trimestre et sont supérieurs de 0,6% à l'année précédente. Pour l'année en cours, il en résulte donc une hausse d'environ 1%, bien que les prix de vente aient globalement baissé. La croissance du chiffre d'affaires est ainsi tirée par le volume des ventes, qui a augmenté de 1,7% jusqu'à présent. La quasi-totalité de la hausse est due au segment non alimentaire, qui a de nouveau affiché un taux de croissance solide au troisième trimestre, en particulier dans l'électronique domestique et le commerce en ligne en général. Ce n'est que dans le commerce stationnaire du secteur de l'habillement que l'évolution du chiffre d'affaires est restée négative. Dans le secteur alimentaire, les chiffres d'affaires corrigés des prix ont également baissé au troisième trimestre (-0,5%). Les denrées alimentaires sont actuellement moins chères, mais les prix baissent moins que dans le segment non alimentaire.

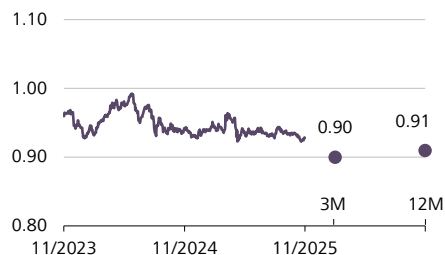
Nouveau recul des ventes de voitures neuves

La sensibilité des consommateurs aux prix se manifeste clairement dans le commerce automobile: alors que les changements de détenteurs augmentent fortement sur le marché des voitures d'occasion, les ventes de voitures neuves diminuent. Ces dernières avaient augmenté pour la première fois cette année en juillet et en août, avant de connaître une nouvelle baisse en septembre et en octobre. Ce recul concerne surtout les modèles à essence et diesel. En revanche, les véhicules hybrides et électriques ont pu étendre leur part de marché. Selon des enquêtes, le fait qu'ils restent plus chers à l'achat constitue le principal obstacle à l'acquisition d'une voiture rechargeable. Malgré cela, leur propagation augmente à nouveau après le déclin de l'année dernière. Cela s'explique notamment par le fait que les importateurs sont contraints de commercialiser de plus en plus de véhicules équipés d'un système de propulsion alternatif en raison de la réglementation sur les émissions de CO₂. Le choix offert à la clientèle s'élargit, notamment grâce à l'arrivée sur le marché de nouveaux fournisseurs chinois.

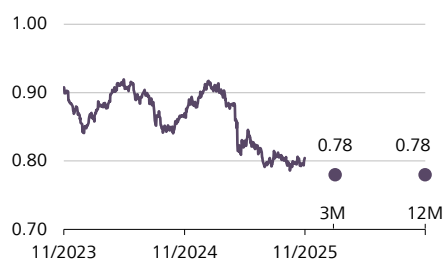
Monnaies



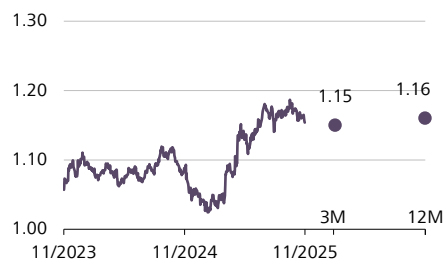
PRÉVISIONS

**EUR/CHF**

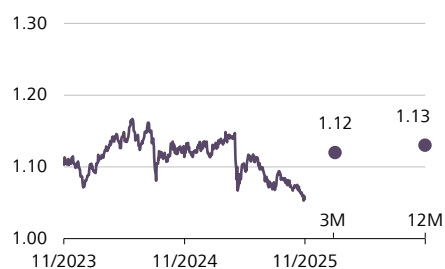
En octobre, l'euro en est arrivé à coûter 0.9210 franc. Si l'on ne tient pas compte des soubresauts qui ont suivi l'abandon du cours plancher début 2015, il s'agit là d'un niveau historiquement bas. Cela s'explique d'une part par la forte demande du franc suisse, en tant que valeur refuge. D'autre part, la monnaie unique souffre de l'affaiblissement de l'économie et de la crise gouvernementale française. La Banque centrale européenne (BCE) n'a toutefois pas modifié ses taux directeurs. Nous tablons sur une poursuite de la baisse du cours EUR/CHF. D'ici un an, une nouvelle baisse des taux de la BCE devrait toutefois soutenir quelque peu l'euro.

**USD/CHF**

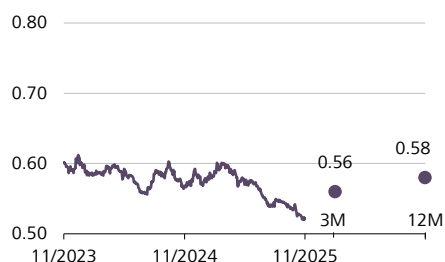
Malgré la forte inflation (septembre : +3,0%), la Réserve fédérale américaine (Fed) a réduit son taux directeur de 0,25 point de pourcentage. Elle a ainsi largement épuisé sa marge de manœuvre d'assouplissement de sa politique monétaire. La pression sur le dollar qui résulte de la baisse du taux préférentiel s'atténue ainsi. En revanche, la politique douanière de Trump continuera de peser sur le billet vert. La devise a ainsi fluctué entre 0.81 et 0.79 franc le mois dernier. Comme la confiance des investisseurs dans le dollar est actuellement quelque peu ébranlée, nous avons revu à la baisse nos prévisions pour l'USD/CHF.

**EUR/USD**

La Fed et la BCE arrivent à la fin de leur cycle de baisse des taux d'intérêt. L'euro est freiné par les incertitudes politiques en France et la faiblesse conjoncturelle en Europe. Cette situation complexe a eu tendance à affaiblir la monnaie unique par rapport au billet vert le mois dernier (-1,7%). A moyen terme, la paire de devises EUR/USD devrait, selon nous, connaître une évolution horizontale. Nous maintenons nos prévisions à 3 et 12 mois à 1.15 et 1.16.

**GBP/CHF**

L'inflation en Grande-Bretagne n'a pas continué à augmenter en septembre. Mais, à 3,8%, elle reste nettement au-dessus de l'objectif de 2% de la Bank of England (BoE). Dans le même temps, l'économie s'est un peu accélérée: au troisième trimestre, le produit intérieur brut (PIB) a augmenté de 0,1% en glissement trimestriel. Fin octobre, la livre a temporairement atteint un taux plancher à 1.0530 franc. Nous constatons actuellement beaucoup de pessimisme du côté de la monnaie britannique. Par ailleurs, la BoE devrait continuer à s'efforcer de maintenir les prix. Nous maintenons donc nos prévisions pour la paire GBP/CHF.

**JPY/CHF***

Le yen japonais a poursuivi sa baisse par rapport au franc suisse en octobre affichant une baisse de 3,0% à la fin du mois. La récente hausse de l'inflation accorde toutefois à la Bank of Japan (BoJ) une certaine marge de manœuvre en matière de hausses des taux directeurs. De nombreux acteurs du marché jugent toutefois peu probable un durcissement agressif de la politique monétaire japonaise sous le gouvernement de la nouvelle première ministre Sanae Takaichi. Elle est en effet considérée comme partisane d'une politique budgétaire et monétaire accommodante dans la tradition de l'ancien chef du gouvernement Shinzō Abe. Nous tablons certes sur une légère hausse des taux d'intérêt, mais en revoyant à la baisse nos prévisions à 12 mois pour la paire de devises JPY/CHF, à 0.58.

* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

Prévisions Raiffeisen (I)



CONJONCTURE

PIB (croissance annuelle moyenne en %)

	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
Suisse*	3.5	1.3	1.2	1.2	1.0
Zone euro	3.6	0.6	0.8	1.3	1.0
Etats-Unis	2.5	2.9	2.8	1.8	1.3
Chine**	3.0	5.2	5.0	4.8	4.0
Japon	1.0	1.8	0.1	1.0	0.8
Monde (PPP)	3.6	3.3	3.2	2.9	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	1.6
Etats-Unis	8.0	4.1	3.0	3.0	3.2
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	3.75-4.00	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	0.13	0.20	0.40
EUR (Allemagne)	2.02	2.36	2.70	2.50	2.50
USD	3.88	4.57	4.16	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.73	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	0.90	0.91
USD/CHF	0.84	0.90	0.81	0.78	0.78
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.52	0.56	0.58
EUR/USD	1.10	1.04	1.16	1.15	1.16
GBP/CHF	1.07	1.14	1.06	1.12	1.13

Matières premières (fin d'année)

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 2026
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	77	75	64	60	65
Or (USD/once)	2063	2625	4081	4000	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 ****10.11.2025

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	1.2	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	2.4	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.