

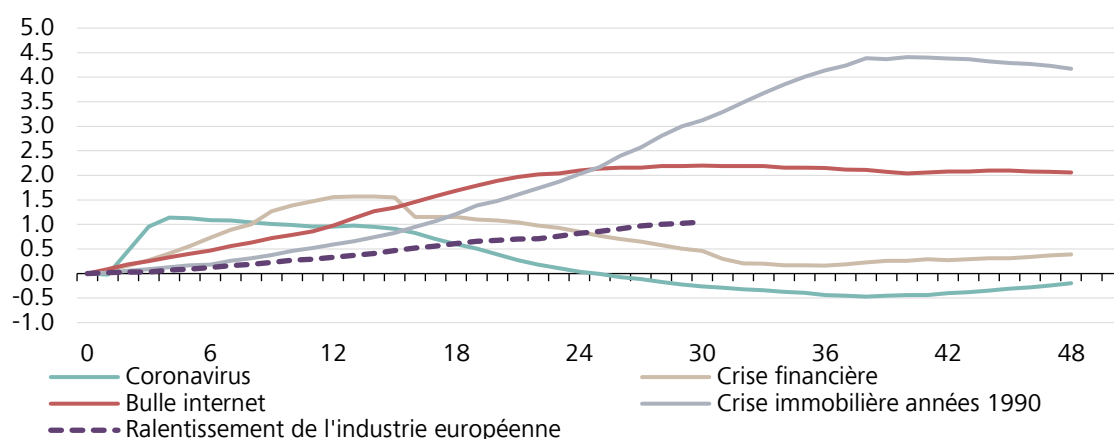
# Check conjoncturel

L'économie suisse s'est fortement contractée au troisième trimestre. Mais c'était la réaction inévitable aux effets d'anticipation sur les exportations liés aux droits de douane, qui avaient fortement soutenu la croissance auparavant. Après la conclusion de l'accord douanier avec les Etats-Unis, les perspectives à l'exportation sont certes beaucoup moins menaçantes, mais le vent contraire persiste pour l'industrie. Nous maintenons ainsi notre prévision prudente de croissance du PIB de 1,0% pour l'année prochaine. Avec le désarmement douanier et la stabilité du taux de change EUR / CHF, la BNS n'a actuellement aucune raison de resserrer la vis des taux d'intérêt.



## GRAPHIQUE DU MOIS: FAIBLESSE MARQUÉE DU MARCHÉ DE L'EMPLOI

Evolution cumulée du taux de chômage en Suisse en points de pourcentage, par mois



Sources: SECO, Raiffeisen Economic Research

Malgré toutes les incertitudes et les multiples difficultés auxquelles se heurte le commerce international, la conjoncture mondiale se montre résistante et les taux de chômage restent modérés ou faibles dans la plus grande partie des pays. La Suisse enregistre pour sa part une assez forte hausse du chômage par rapport au reste du monde. Depuis déjà plus de deux ans et demi, le chômage augmente lentement mais régulièrement. Le taux de chômage a presque autant augmenté que dans le contexte de la crise financière mondiale (cf. graphique). Mais cette hausse part d'un niveau très bas, et le taux de chômage de 3,0% n'est pas encore alarmant.

Le ralentissement persistant sur le marché de l'emploi suisse montre qu'il ne s'agit pas d'un phénomène lié aux droits de douane, mais principalement des effets de plusieurs années de marasme industriel en Europe. Les vents contraires, qui soufflent depuis assez longtemps, maintiennent le taux d'utilisation des capacités de nombreuses entreprises industrielles à un faible niveau. Le temps passant, les fabricants ont eu de

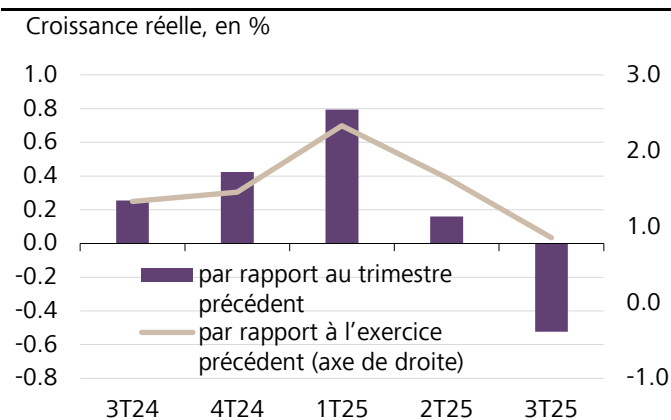
plus en plus de mal à éviter les licenciements. La solide demande de main-d'œuvre dans le secteur des services a plus que compensé le recul de l'emploi dans l'industrie pendant une longue période. Alors que la création d'emplois se poursuit dans les secteurs des services paraétatiques, la demande de main-d'œuvre dans les secteurs des services plus sensibles à la conjoncture a dernièrement considérablement diminué.

Suite à l'accord intervenu dans le litige douanier, il y a de bonnes chances pour que les suppressions d'emplois dans l'industrie ne s'accroissent pas davantage, mais s'atténuent progressivement l'année prochaine grâce à une stabilisation de la demande dans l'industrie européenne. C'est pourquoi la demande de main-d'œuvre dans le secteur des services ne devrait pas être davantage affectée. A court terme, nous tablons donc certes sur une poursuite de la hausse du chômage. Au cours de l'année prochaine, la faiblesse du marché de l'emploi devrait toutefois s'atténuer progressivement et maintenir le taux de chômage à un niveau inférieur à 3,5%.

# Conjoncture



## PIB SUISSE

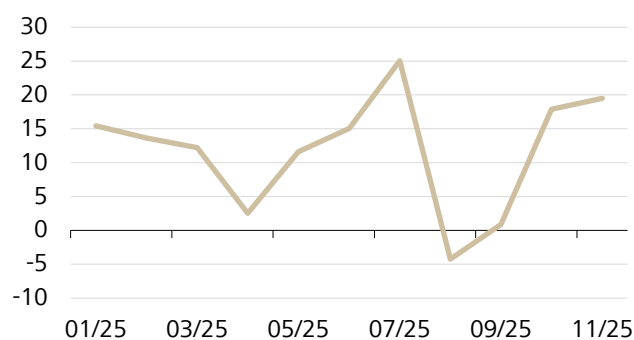


Sources: SECO, Raiffeisen Economic Research



## LES MONTAGNES RUSSES DOUANIÈRES

Prévisions pour l'exportation du KOF

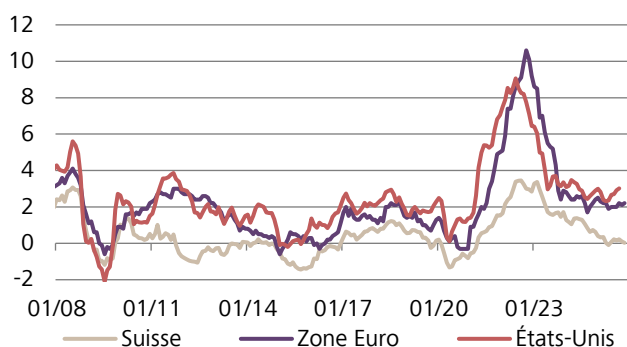


Sources: KOF, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research

## Correction douanière

L'économie suisse s'est nettement contractée au troisième trimestre. Le PIB a baissé de 0,5% par rapport au trimestre précédent. La baisse est due au fort recul de la création de valeur dans l'industrie chimique et pharmaceutique, de -7,9%. Il s'agissait toutefois d'une réaction inévitable aux effets d'anticipation liés aux droits de douane des mois précédents, qui avaient considérablement soutenu la croissance au premier semestre. Même si les droits de douane de 39% ont freiné les exportations concernées à partir d'août, par exemple dans le secteur de la construction mécanique ou des instruments de précision, le reste du secteur manufacturier a en revanche contribué positivement à la croissance cette fois-ci. En effet, les conséquences négatives du recul des exportations sur le PIB ont été en partie compensées par une plus forte constitution de stocks. L'évolution globalement négative dans le secteur industriel n'a pas pu être compensée par la dynamique du secteur des services, qui est inférieure à la moyenne. Certes, la consommation privée a été solide et a soutenu le commerce et l'hôtellerie-restauration. Néanmoins, la création de valeur dans les services aux entreprises a diminué pour le deuxième trimestre consécutif du fait de la faiblesse industrielle.

## Des vents contraires continuent de souffler

Après la correction intervenue au troisième trimestre, les chiffres mensuels des exportations ont renoué avec la stabilité vers la fin de l'année. Et les perspectives sont désormais beaucoup moins menaçantes pour les entreprises exportatrices dont la part d'exportations américaines était auparavant touchée par des tarifs douaniers de 39%. Le soulagement se reflète déjà dans l'enquête du KOF auprès de l'industrie: les attentes concernant les exportations, qui avaient auparavant baissé, se sont fortement relevées. Si les fabricants peuvent reprendre leur souffle maintenant que les tourments douaniers sont passés, le contexte de croissance mondiale reste toutefois très exigeant. Les tarifs douaniers américains, de 15%, restent élevés, la Chine devient de plus en plus un concurrent et la demande industrielle dans les pays voisins, en particulier en Allemagne, laisse entrevoir une stabilisation, mais aucun signe de reprise manifeste. Cela plaide également en faveur d'une dynamique de croissance modérée en Suisse.

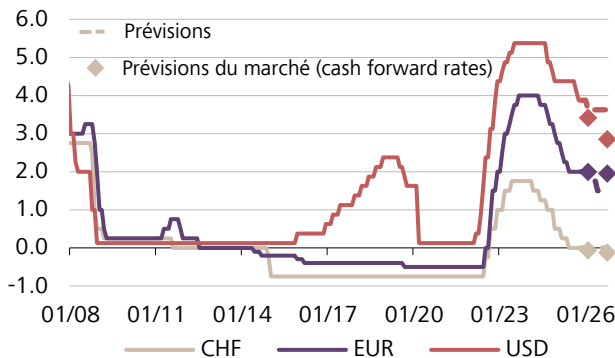
## L'inflation suisse reste proche de zéro

Jusqu'à présent, les tarifs douaniers ont été principalement supportés par les importateurs américains; les coûts supplémentaires ont déjà été répercutés en partie sur les consommatrices et les consommateurs. Et les entreprises américaines prévoient d'autres bouleversements pour les mois à venir. Par ailleurs, la pression sur les prix reste généralement élevée aux Etats-Unis en raison de la solidité de l'économie. Ce n'est pas le cas en Europe. La faible dynamique de croissance et le recul de la croissance des salaires qui en découle signifient moins de pression sur les prix intérieurs. En Suisse, la vigueur du franc contribue par ailleurs à atténuer l'évolution des prix par le biais de la déflation importée. Le taux d'inflation annuel est même revenu à zéro en novembre.

# Taux d'intérêt



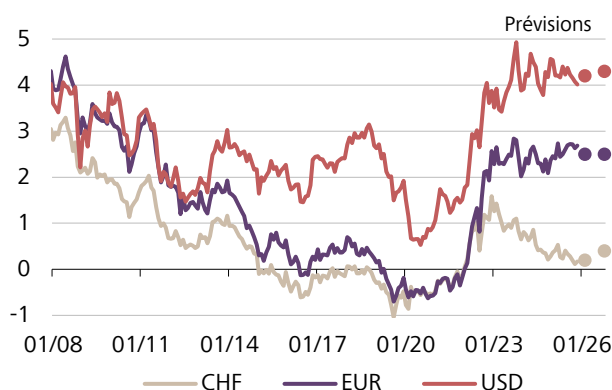
## TAUX DIRECTEURS, EN %



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research



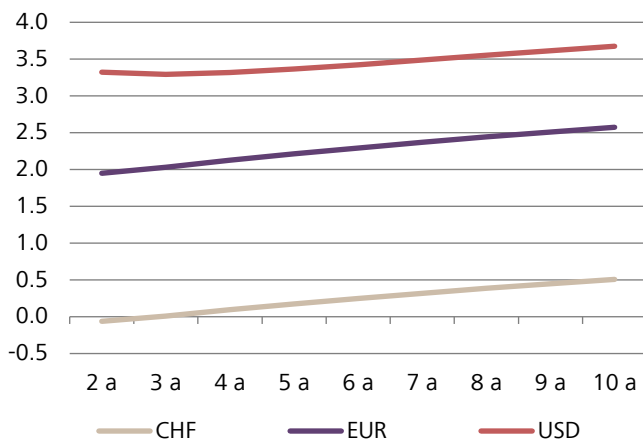
## OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS, EN %



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (AU 08.12.2025), EN %



Sources: LSEG, Raiffeisen Economic Research

### La Fed est plus indécise

La Fed a abaissé ses taux directeurs de 25 points de base lors de chacune de ses deux dernières réunions. Son président, Jerome Powell, a toutefois ensuite fait remarquer que les avis des membres du Comité étaient très divergents. La publication tardive de nombreuses données en raison de la durée du «shutdown» complique l'évaluation de la situation. Les dernières données disponibles n'indiquent aucune tendance claire quant à l'évolution des prix à la consommation et du marché de l'emploi. C'est pourquoi il convient pour Jerome Powell d'adopter une approche plus prudente. En raison des risques baissiers sur le marché de l'emploi, de nombreux membres du comité Open Market de la Fed (FOMC) ont certes tendance à répéter la baisse des taux d'intérêt, à partir d'un niveau toujours considéré comme au moins légèrement restrictif. Mais la solidité de l'économie et la hausse de la pression sur les prix qui en découle ne plaident pas pour un besoin accru d'assouplissement – si tant est qu'il soit envisagé.

### La BCE reste en bonne position

La Banque centrale européenne (BCE) considère les perspectives de croissance pour la zone euro ces derniers mois comme plus équilibrées. Elle s'attend notamment à une stabilisation dans l'industrie en raison de la conclusion de l'accord douanier avec les Etats-Unis et des investissements publics supplémentaires prévus. Dans l'ensemble, la BCE voit dernièrement moins de risques baissiers pour les perspectives conjoncturelles et donc des prix. La banque centrale reste ainsi confiante dans sa capacité à atteindre l'objectif d'inflation à moyen terme. Par conséquent, la plus grande partie des membres du Conseil de la BCE considèrent que la politique monétaire est toujours adaptée. Aucun besoin d'ajustement des taux directeurs n'est perçu pour l'instant. Le taux de dépôt reste inchangé à 2,0% depuis juin. Les dernières données économiques ont étayé l'estimation de la BCE et rendent peu probable, du moins à court terme, une nouvelle baisse des taux pour soutenir la reprise fragile.

### La BNS n'a pas besoin d'agir

Suite à l'accord sur les tarifs douaniers entre la Suisse et les Etats-Unis, le franc s'est à nouveau retrouvé sous pression à la hausse. Cela aurait pu amener la BNS à intervenir à nouveau. Les données mensuelles du bilan de la BNS ne suggèrent cependant pas une intervention de sa part face à une hausse similaire en octobre. Elles laissent tout au plus entrevoir de faibles volumes de transactions. Dans l'environnement conjoncturel et de taux de change actuel, la BNS ne se voit donc manifestement pas pressée d'agir. C'est compréhensible étant donné que le franc ne s'est pas apprécié davantage cette année, surtout face à l'euro. 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. Et comme la BNS table sur une tendance à la hausse modérée de l'inflation faible à moyen terme, elle n'a aucune raison d'ajuster sa politique monétaire. Le taux directeur devrait donc rester à 0,0% jusqu'à nouvel ordre. Sur les marchés des taux, on s'attend même à ce que le taux directeur reste inchangé pour deux ans.

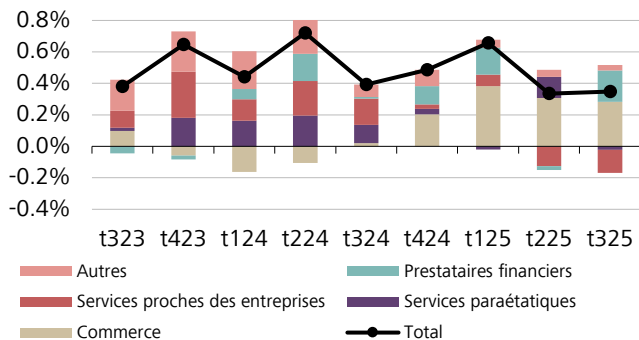
## Secteurs suisses



## VALEUR AJOUTÉE DANS LE SECTEUR

## TERTIAIRE

Contributions à la croissance réelle par rapport au trimestre précédent

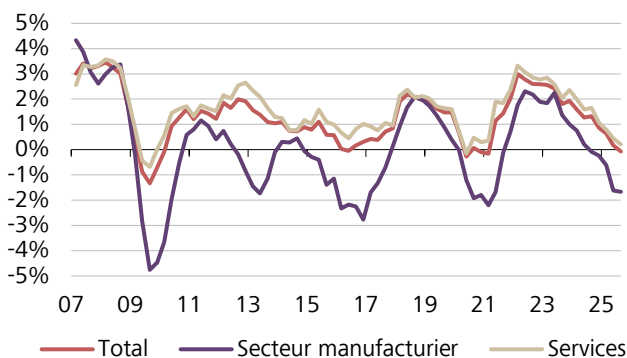


Sources: SECO, Raiffeisen Economic Research



## DÉVELOPPEMENT DE L'EMPLOI

Equivalents plein temps, variation par rapport à l'année précédente

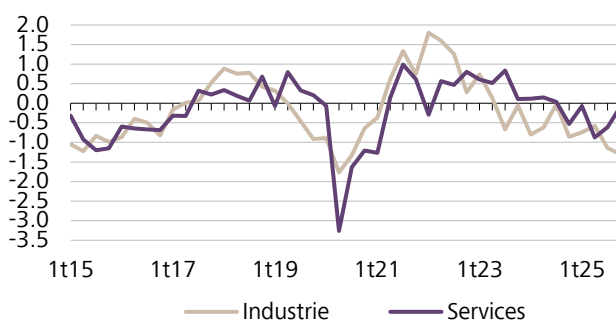


Sources: SECO, Raiffeisen Economic Research



## PERSPECTIVES DU MARCHÉ DU TRAVAIL

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



Sources: OFS, Raiffeisen Economic Research

## Affaiblissement dans le secteur des services

Après le troisième trimestre, la création de valeur dans le secteur des services est encore supérieure de 1,8% au niveau de l'exercice précédent et se situe donc toujours légèrement au-dessus de la moyenne à long terme (1,7%). Mais la croissance trimestrielle a été inférieure à la moyenne deux fois de suite. Cela s'explique principalement par la mauvaise situation de l'industrie, qui a entraîné un recul de la création de valeur dans les services aux entreprises – pour la première fois depuis la pandémie. Sont concernées par exemple les activités de conseil ou de publicité. Par ailleurs, les secteurs paraétatiques ont récemment moins progressé que d'habitude. Dans l'ensemble, l'expansion du secteur tertiaire ne repose plus que sur un petit nombre de branches. Depuis quelques trimestres, c'est le commerce qui contribue le plus à la croissance – pas le commerce de détail ou le commerce de gros classique, mais le commerce de transit. Ses excédents proviennent pour la plus grande partie du négoce de matières premières. Cependant, d'autres activités de commerce de transit ont récemment pris de l'importance en raison des tarifs douaniers américains et des opérations de contournement qui en découlent. C'est le cas par exemple lorsqu'une entreprise domiciliée en Suisse achète des marchandises à l'étranger et les livre toujours aux Etats-Unis.

## Baisse de l'emploi

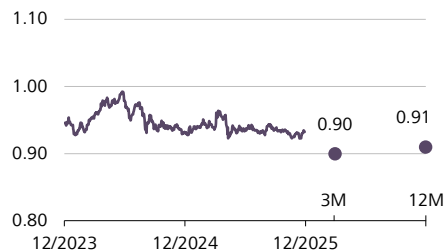
La faiblesse de la situation dans le secteur manufacturier et le ralentissement dans le secteur des services entraînent aujourd'hui un recul de l'emploi total. Au troisième trimestre, le nombre de postes, mesuré en équivalents plein temps, était inférieur au niveau de l'exercice précédent pour la première fois depuis 2021. Seuls un peu moins de 7'000 emplois à plein temps ont été créés dans le secteur des services durant cette période, presque exclusivement grâce aux secteurs paraétatiques. Dans presque tous les autres secteurs, l'emploi a diminué.

Il semble toutefois que la faiblesse du marché de l'emploi ne s'aggrave pas davantage. Après la conclusion de l'accord douanier avec les Etats-Unis, le moral devrait se redresser dans l'industrie. Dans le secteur tertiaire, les perspectives d'emploi se sont déjà améliorées: la proportion d'entreprises qui prévoient des créations d'emplois est à nouveau nettement supérieure à celle des entreprises qui prévoient des suppressions d'emplois. Les plans pour l'emploi sont donc de nouveau proches de la moyenne historique. Les entreprises proposant des services aux entreprises se montrent également de nouveau plus optimistes. Les secteurs paraétatiques ont connu une forte expansion ces dernières années, en particulier le secteur de la santé, ce qui explique la récente pause dans la contribution au PIB. Mais les perspectives restent positives, notamment en raison de la croissance démographique.

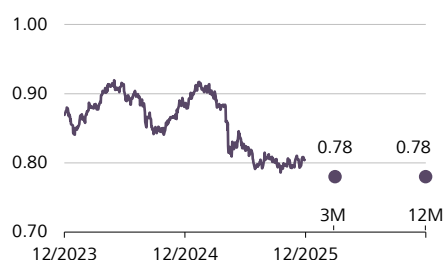
## Monnaies



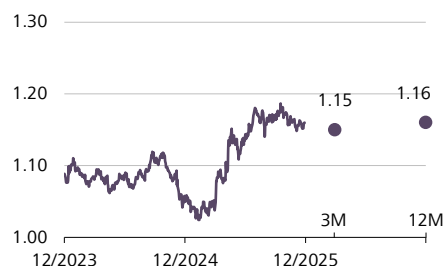
## PRÉVISIONS

**EUR/CHF**

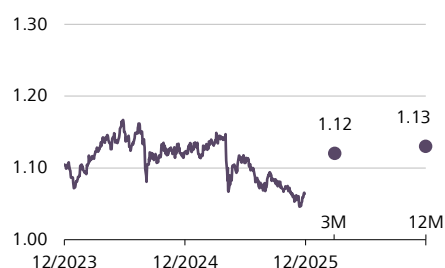
Au cours de la première quinzaine de novembre, l'euro est tombé à son plus bas niveau depuis des années par rapport au franc suisse. Le déclencheur a été l'accord entre la Suisse et les Etats-Unis visant à réduire prochainement les droits de douane de 39 % à 15 %, supprimant ainsi le désavantage concurrentiel par rapport à l'Union européenne (UE). Au cours du reste du mois, l'euro a toutefois regagné les pertes subies. Malgré des taux directeurs plus élevés dans la zone monétaire par rapport à la Suisse, nous tablons sur une légère baisse du cours EUR/CHF. Les perspectives conjoncturelles moroses dans l'UE ainsi que l'environnement de marché volatil, qui profite au franc suisse en tant que valeur refuge, plaident en ce sens.

**USD/CHF**

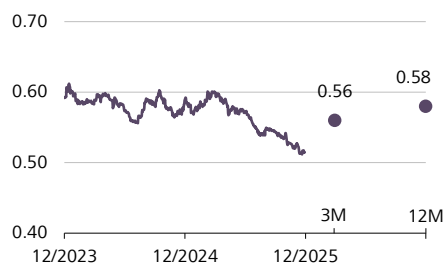
Le plus long «government shutdown» de l'histoire des Etats-Unis a pris fin en novembre. Néanmoins, les données conjoncturelles continuent d'être publiées avec du retard et parfois de manière incomplète. Il en résulte une incertitude sur les marchés financiers quant à l'état réel de l'économie américaine. Cela a également entraîné des divergences d'opinion sur la décision que la FED devait prendre à la mi-décembre. En conséquence, la paire de devises USD/CHF a suivi une tendance volatile à la stagnation le mois dernier. Dans l'attente d'une politique douanière toujours erratique du président Trump, nous prévoyons sur l'année un dollar durablement faible.

**EUR/USD**

L'endettement et l'affaiblissement de la conjoncture dans l'UE pèsent sur l'euro. De son côté, le dollar US subit des vents contraires liés aux incertitudes entourant les litiges douaniers ainsi que les points d'interrogation des investisseurs quant à l'état de l'économie américaine. Parallèlement, la Banque centrale européenne (BCE) et la Fed ne devraient pas modifier leurs taux d'intérêt en fin d'année. Par conséquent, la paire de devises EUR/USD a fluctué entre 1.14 et 1.16 en novembre. A notre avis, cette tendance à horizontale ne devrait guère changer pour le moment. Nous maintenons nos prévisions à 3 et 12 mois à 1.15 et 1.16.

**GBP/CHF**

L'inflation en Grande-Bretagne a récemment reculé de 3,8% à 3,6%. Du point de vue des investisseurs, cela donne à la Bank of England (BoE) la marge de manœuvre nécessaire pour abaisser les taux directeurs lors de la dernière réunion de politique monétaire de l'année et relancer ainsi l'économie. Malgré tout, la livre a interrompu sa chute par rapport au franc suisse le mois dernier et s'est légèrement appréciée (+0,5%). Nous pensons que le cours de la monnaie britannique intègre actuellement encore trop de pessimisme. Nous tablons donc sur un redressement du cours GBP/CHF à moyen terme.

**JPY/CHF\***

Le yen s'est de nouveau affaibli par rapport au franc suisse en novembre (-1,5%), tombant temporairement à un nouveau plancher historique. Avec la hausse de l'inflation, la pression s'accroît sur la Bank of Japan (BoJ) en vue d'une normalisation de sa politique monétaire. Néanmoins, les autorités monétaires devraient hésiter à relever les taux directeurs en raison de la faiblesse de l'économie et des incertitudes géopolitiques. De plus, la nouvelle Première ministre Sanae Takaichi est partisane d'une politique budgétaire et monétaire accommodante. En fin de compte, nous continuons donc d'anticiper à moyen terme une légère reprise du cours JPY/CHF. Mais cela ne changera pas grand-chose à la faiblesse chronique de la monnaie japonaise.

\* 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 12M
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 12M
CHF	0.65	0.27	0.19	0.20	0.40
EUR (Allemagne)	2.02	2.36	2.84	2.50	2.50
USD	3.88	4.57	4.15	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	2.01	1.50	1.30

## Taux de change (fin d'année)

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.94	0.90	0.91
USD/CHF	0.84	0.90	0.80	0.78	0.78
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.52	0.56	0.58
EUR/USD	1.10	1.04	1.17	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 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	77	75	64	60	65
Or (USD/once)	2063	2625	4214	4000	4200

\*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 \*\*\*\*08.12.2025

## Prévisions Raiffeisen (II)



## SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉES DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

	2021	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
<b>PIB réel, variation en %</b>	<b>5.9</b>	<b>3.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>
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
<b>Taux de chômage en %</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>
<b>Inflation en %</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>

## Editeur

Raiffeisen Economic Research  
Fredy Hasenmaile, chef économiste de Raiffeisen  
The Circle 66  
8058 Zurich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto: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](http://www.raiffeisen.ch/publikationen)

## Internet

[www.raiffeisen.ch](http://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.