

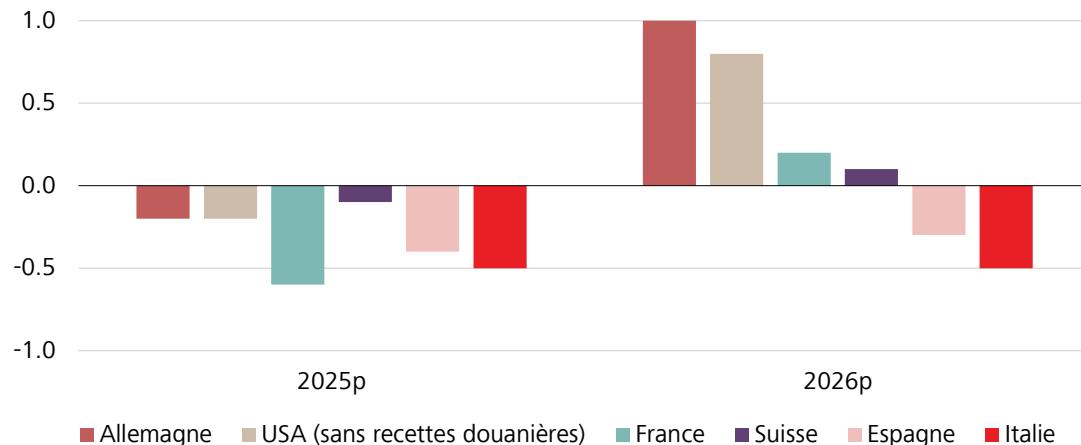
Check conjoncturel

L'accord douanier avec les États-Unis n'entraîne pas une reprise immédiate pour l'industrie exportatrice suisse. Les vents contraires sont toujours aussi forts et ont mis les carnets de commandes au régime en fin d'année. La demande intérieure n'est pas non plus épargnée par la faiblesse de la demande extérieure. En revanche, la conjoncture suisse continue de bénéficier du soutien de la politique monétaire. La BNS ne s'inquiète pas des risques de déflation. En outre, tant que le franc reste plutôt stable, surtout face à l'euro, elle devrait rester satisfaite de sa politique monétaire et maintenir des taux zéro.



GRAPHIQUE DU MOIS: RELANCE VERSUS AUSTERITÉ

Relance budgétaire basée sur les prévisions de variation de la balance budgétaire primaire, en % du PIB



Source: Commission européenne, FMI, Raiffeisen Economic Research

Le shutdown gouvernemental le plus long de l'histoire a quelque peu ralenti l'économie américaine au cours du dernier trimestre. En revanche, le paiement des arriérés de salaire et les dépenses retardées apportent un peu d'air frais en fin d'année. Cela vaut aussi pour la politique fiscale. Le «One Big Beautiful Bill Act» entraîne un allègement sensible pour les consommateurs et les entreprises. La possibilité d'amortissements immédiats favorise les investissements. Les salariés bénéficient, du moins jusqu'après les élections de mi-mandat, d'exonérations fiscales pour les pourboires et les heures supplémentaires, ainsi que de plus grandes déductions standard. Le budget fédéral prévoit globalement un soutien anticipé et, plus tard dans la législature, davantage de charges; cela entraîne des effets de stimulation, surtout au premier semestre 2026, et compense ou surcompense les effets négatifs des droits de douane.

En Europe, la politique budgétaire sera expansionniste en 2026, en particulier en Allemagne. Une certaine désillusion règne certes quant à la politique économique et aux projets

d'utilisation des énormes crédits. Moins de la moitié des fonds devrait être consacrée à des investissements supplémentaires et les flux sortants sont déjà nettement en retard sur les prévisions budgétaires. Ce volume important devrait toutefois peu à peu favoriser la croissance en cours d'année. Cependant, l'Allemagne reste l'exception. Les dernières allocations du plan de relance de l'UE et l'augmentation des dépenses de défense ne devraient certes pas entraîner une baisse des dépenses publiques dans le reste de la zone euro. En soi, les autres grands membres sont sur la voie de la consolidation. La situation est similaire en Suisse. La dette publique et la charge d'intérêts ne posent pas de problème. Le frein à l'endettement contraint néanmoins la politique financière à faire preuve de modération, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis. La Berne fédérale consacre beaucoup de temps à la clarification de certains petits postes budgétaires afin de rééquilibrer le compte d'État dans la mesure du possible. Cela n'entraîne aucune impulsion notable pour l'économie suisse.

Conjoncture



LES COMMANDES SONT FAIBLES

PMI industriel suisse, carnets de commandes

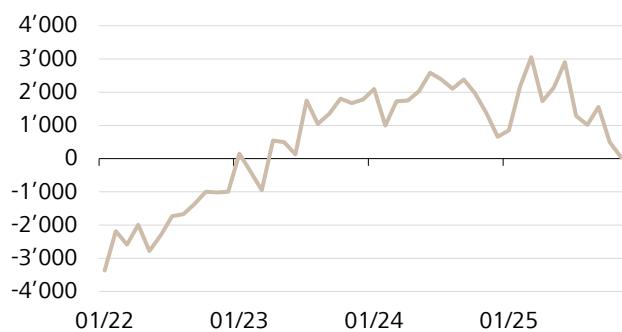


Source: procure, Raiffeisen Economic Research



CHÔMAGE EN SUISSE

Chômage, corrigé des variations saisonnières, par rapport au mois précédent

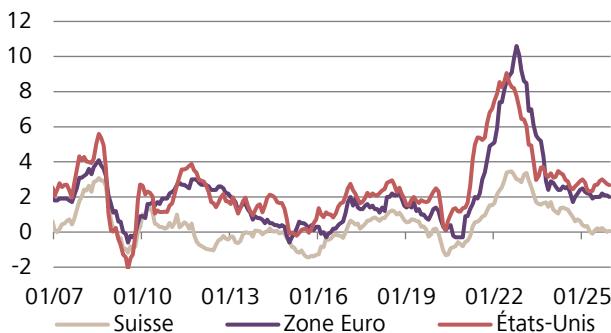


Source: SECO, Raiffeisen Economic Research



PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

L'économie suisse reste divisée

En fin d'année, l'économie suisse a profité d'une robuste demande de services. Dans l'industrie, la construction montre des signes de reprise. La construction de logements, en particulier, profite des taux d'intérêt à nouveau très bas. En revanche, dans l'industrie manufacturière, les capacités restent nettement sous-utilisées. Malgré l'accord, les droits de douane punitifs américains restent un défi majeur pour les entreprises, qui s'ajoute au franc fort. Les entreprises qui souhaitent répercuter une partie ou la totalité des frais de douane font état d'une demande plus timide. Selon les sondages, pour améliorer leurs opportunités de vente, plus d'entreprises envisagent de délocaliser leur production à l'étranger, notamment aux États-Unis, ou du moins d'augmenter leurs capacités à l'étranger plutôt qu'en Suisse. Cette année, cela devrait peser sur les investissements nationaux. En fin d'année, le moral des fabricants n'était donc pas franchement au beau fixe. En décembre, les carnets de commandes faisaient à nouveau grise mine. Les perspectives commerciales restent modestes, en particulier dans l'industrie des machines, la métallurgie et l'horlogerie. Pour de nombreuses entreprises, cela est dû, en plus des droits de douane, à la faible demande de l'industrie automobile allemande et de la Chine en général.

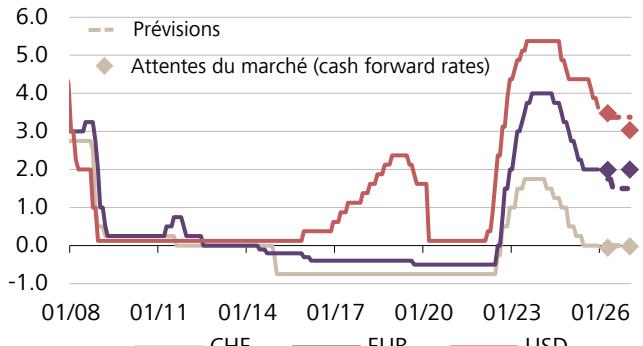
L'évolution de la demande intérieure, plus résistante, n'est pas homogène. Les prestataires de services aux entreprises souffrent du ralentissement de l'industrie. Les détaillants continuent de signaler une sensibilité accrue des consommateurs aux prix et une demande plus importante dans le segment des prix bas. En revanche, le secteur de l'hôtellerie et de la restauration continue de se montrer satisfait. La réticence à consommer est également liée à une plus grande insécurité de l'emploi. Les droits de douane temporaires de 39% ont entraîné une augmentation elle aussi temporaire du chômage partiel. Les plans de recrutement dans l'industrie restent négatifs, même après l'accord sur les droits de douane. En parallèle, les perspectives d'emploi dans l'ensemble de l'économie se sont stabilisées, ce qui a permis de ralentir considérablement la hausse du chômage vers la fin de l'année.

Aux États-Unis, les effets des droits de douane sur les prix à la consommation sont jusqu'à présent moins importants que l'on craignait. Cela est également dû aux nombreuses exceptions douanières. Cependant, de nombreuses entreprises américaines prévoient encore d'autres transferts. La pression sur les prix devrait donc rester élevée, du moins dans les mois à venir. En Suisse, on assiste plutôt au contraire. Le taux d'inflation s'est rapproché de zéro en fin d'année, mais l'effet modérateur du franc fort a entre-temps atteint son apogée. Dans le cadre des enquêtes menées auprès des entreprises, les prestataires de services annoncent également viser des prix de vente légèrement plus élevés. Le taux d'inflation global devrait ainsi connaître un léger rebond en cours d'année. Rien n'indique des baisses de prix à large échelle.

Intérêts



TAUX DIRECTEURS, EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



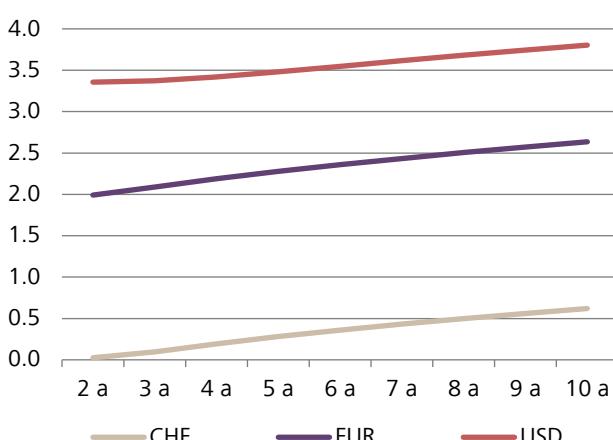
EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



COURBE DES TAUX (ÉTAT: 14.01.2026), EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

La Fed sur la bonne voie elle aussi

En fin d'année, la banque centrale américaine a baissé ses taux directeurs de 25 points de base pour la troisième fois consécutive. Avec 3,625%, le président de la Fed estime que le taux cible des fed funds se trouve désormais en zone neutre et que la politique monétaire américaine est sur la bonne voie. Les membres du Comité de politique monétaire (FOMC) de cette même Fed n'étant pas tous du même avis quant à l'ampleur des risques baissiers pour le marché du travail et des risques haussiers pour l'inflation, la suite des événements est encore opaque. Alors que Jerome Powell a récemment mis l'accent sur les risques liés au marché du travail, les nouvelles prévisions du FOMC indiquent, dans l'ensemble, des attentes conjoncturelles un peu plus robustes et une minorité en faveur de plus d'une nouvelle baisse des taux en 2026. Il n'y a pas lieu de baisser les taux d'intérêt de manière significative tant que les données du marché du travail ne montrent toujours pas de ralentissement plus prononcé.

La BCE reste ouverte

Lors de sa dernière réunion de l'année, la Banque centrale européenne (BCE) n'avait pas jugé nécessaire de procéder à des ajustements. Le taux des dépôts reste à 2,0%. L'économie de la zone euro est considérée comme résistante. Toujours selon la BCE, les indicateurs d'inflation restent conformes à l'objectif d'inflation. La présidente de la BCE estime néanmoins que les perspectives d'inflation restent inhabituellement incertaines dans les deux sens, de manière encore plus marquée ces derniers temps. Elle précise qu'il n'est ainsi pas possible de se prononcer sur la prochaine hausse des taux d'intérêt. Cette déclaration relativise quelque peu la remarque d'Isabel Schnabel, membre du directoire, qui avait estimé que le prochain ajustement de la politique des taux pourrait être synonyme de hausse. En revanche, nous pensons qu'un réajustement des taux à la baisse est plus probable en 2026 en raison de la conjoncture instable.

La BNS est satisfaite

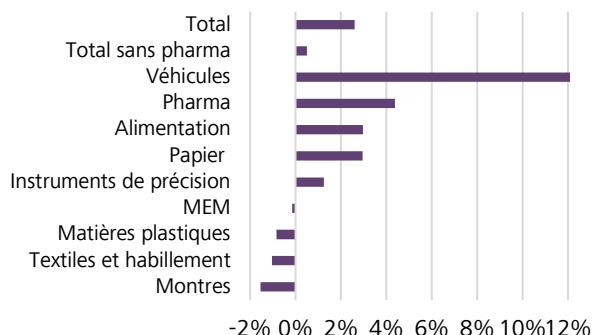
Lors de sa réunion de décembre, la Banque nationale suisse (BNS) ne s'est pas montrée préoccupée par l'inflation, qui est quelque peu inférieure aux prévisions. Les perspectives à moyen terme restent pratiquement inchangées. Les baisses précoces des taux d'intérêt continuent de porter leurs fruits. La diminution des risques baissiers pour l'économie devrait également contribuer à une hausse de l'inflation en 2026. L'accord douanier avec les États-Unis a notamment permis d'améliorer légèrement les perspectives économiques. De plus, la tendance du taux de change EUR/CHF, stable depuis maintenant deux ans, plaide contre les risques de déflation. La pause précoce préconisée par la BCE maintient l'écart de taux d'intérêt entre la zone euro et la Suisse à un niveau élevé. Cela limite l'attractivité du franc. La Banque nationale se montre donc globalement très satisfaite du déroulement du cycle d'assouplissement, tout comme de la politique monétaire actuelle. Même sans obstacle plus élevé pour un retour aux taux d'intérêt négatifs, le contexte ne plaide pas en faveur d'une nouvelle baisse.

Branches suisses



EXPORTATIONS SUISSES

Janvier à novembre, par rap. à l'année précédente, en %

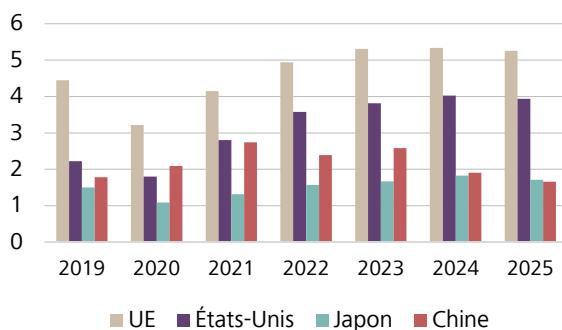


Source: BAZG, Raiffeisen Economic Research



EXPORTATIONS HORLOGÈRES

Janvier à novembre, en mia de CHF

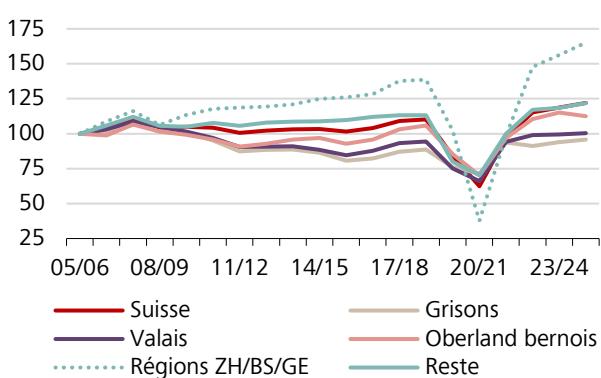


Source: BAZG, Raiffeisen Economic Research



NUITÉES EN HIVER

Novembre-avril, indexé (saison 2005/2006 = 100)



Source: BFS, Raiffeisen Economic Research

Exportations horlogères vers la Chine en net recul

En 2025, malgré les droits de douane américains, les exportations suisses ont dépassé l'année précédente. Cela vaut même pour les exportations vers les États-Unis, grâce aux importantes livraisons anticipées dans le secteur pharmaceutique, pour la plupart au printemps. Dans les autres secteurs dont les exportations mondiales ont augmenté, l'UE a été le principal moteur de croissance, par exemple dans le domaine des véhicules ferroviaires et aériens et des instruments de précision. En revanche, les exportations vers la Chine ont reculé dans la plupart des branches, notamment dans l'industrie MEM et l'horlogerie. Les exportations horlogères suisses vers la Chine ont baissé d'environ 12%, après avoir déjà chuté de 25% l'année précédente. Elles subissent les effets de la morosité des consommateurs, due à la crise immobilière persistante et à la grande insécurité des ménages. Les prévisions pour 2026 restent également prudentes, car il faut s'attendre à un nouveau ralentissement de la croissance du PIB en Chine, comme sur les autres principaux marchés de vente. L'ensemble du secteur des exportations reste exposé à des vents contraires. De plus, les droits de douane américains de 15% représentent une charge considérable pour les secteurs concernés.

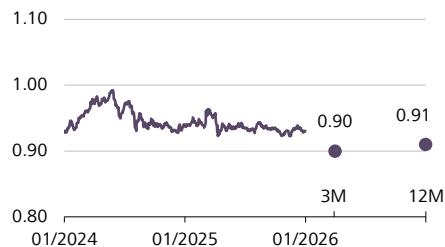
Le tourisme d'hiver croît moins vite

Le tourisme fait également partie des secteurs orientés vers l'exportation, mais, en tant que branche de services, il n'est pas directement impacté par les droits de douane. L'hôtellerie a connu une saison estivale (de mai à octobre) splendide, marquée par plusieurs événements majeurs. Pour la troisième année consécutive, le nombre de visiteurs a atteint un record, porté par une hausse des nuitées tant pour les visiteurs suisses (+2,8%) que pour les visiteurs étrangers (+2,4%). Un nouveau record est également attendu pour l'hiver, même si le début de saison a été timide. En novembre, une baisse en comparaison annuelle a été enregistrée pour la première fois depuis longtemps. Toutefois, elle était principalement due à un mois de novembre 2024 fort, avec une météo très clément. Selon les sondages, l'hôtellerie s'attend, dans l'ensemble, à un nombre de clients légèrement supérieur à celui de l'hiver dernier, qui était un record. Des différences régionales se maintiennent cependant. Le tourisme urbain est en plein essor, tandis que les stations de ski en profitent moins. En Valais et dans les Grisons, le nombre de nuitées stagne. L'une des raisons est la différence de structure de la clientèle. La part des voyageurs longue distance a augmenté ces dernières années. Toutefois, ces derniers ne viennent souvent pas en Suisse en premier lieu pour skier. Le tourisme de ski reste très dépendant de la clientèle européenne, qui se montre parfois très sensible à la hausse des prix (due au taux de change).

Monnaies



PRÉVISIONS



EUR/CHF

L'euro a perdu 0,4% de sa valeur par rapport au franc suisse en décembre. Sur l'ensemble de l'année, il en résulte une baisse de 1%. Contrairement à la Banque nationale suisse (BNS), la Banque centrale européenne (BCE) devrait une nouvelle fois abaisser légèrement ses taux directeurs en 2026, ce qui réduira encore le taux préférentiel de l'euro par rapport au franc. De son côté, la monnaie helvétique devrait rester prisée en raison du contexte de marché incertain (guerre en Ukraine, conflit entre le Venezuela et les États-Unis, parmi tant d'autres). Par conséquent, nous prévoyons que la paire de devises EUR/CHF s'établira à 0.91 à un horizon de 12 mois.



USD/CHF

Comme prévu, la Réserve fédérale américaine (Fed) a réduit son taux directeur de 25 points de base lors de sa dernière réunion sur la politique monétaire, l'an dernier. Sa décision souligne le fait que le ralentissement du marché de l'emploi importe plus pour elle que l'inflation. En conséquence, le dollar US s'est déprécié de 1,5% par rapport au franc suisse en décembre. Sa perte de cours cumulée pour 2025 s'élève ainsi à près de 13%. Le billet vert devrait continuer de s'affaiblir l'an prochain. A notre avis, la Fed baissera en effet encore ses taux d'intérêt. Dans le même temps, le franc profitera des incertitudes géopolitiques. Nous tablons sur un cours USD/CHF de 0.78 à moyen terme.



EUR/USD

Le dernier mois de l'année écoulée, l'euro a porté son gain par rapport au dollar US à 13,4%. Aujourd'hui, la monnaie commune devrait avoir épuisé son potentiel d'appréciation: notre prévision sur 12 mois pour la paire de devises EUR/USD se situe à 1.16. La faiblesse de la conjoncture et l'endettement en Europe pèsent sur l'euro. Le billet vert n'en retirera probablement aucun profit, ce qui s'explique principalement par la politique douanière et commerciale du gouvernement américain ainsi que par l'escalade du conflit avec le Venezuela. La BCE et la Réserve fédérale américaine (Fed) sont toutes deux proches de la fin de leur cycle de baisse des taux d'intérêt respectif.



GBP/CHF

L'inflation en Grande-Bretagne a, contre toute attente, fortement chuté avant Noël, passant de 3,6% à 3,2%. La Bank of England (BoE) en a profité pour abaisser son taux directeur d'un quart de point de pourcentage à 3,75%, comme le marché le prévoyait. Entre-temps, la livre sterling s'est stabilisée au-dessus de la barre de 1.06 franc. Nous pensons toujours que le cours GBP/CHF intègre trop de pessimisme. L'économie en crise limite toutefois la marge de reprise de la monnaie britannique. Dans ce contexte, nous avons quelque peu revu à la baisse nos prévisions sur 3 et 12 mois, à 1.08 et 1.10 respectivement.



JPY/CHF*

Le yen japonais s'est de nouveau affaibli par rapport au franc suisse en décembre. Par conséquent, il a enregistré une perte annuelle de plus de 12%. Nous tablons sur une légère reprise du cours JPY/CHF pour la nouvelle année. La principale raison en est la normalisation progressive de la politique monétaire de la Bank of Japan (BoJ). Celle-ci a récemment relevé son taux directeur de 25 points de base, à son plus haut niveau depuis 1995, et laissé entrevoir de nouvelles hausses. Par ailleurs, le gouvernement a approuvé un budget record équivalent à 623 milliards de francs afin de soutenir l'économie pour le prochain exercice fiscal.

* 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
États-Unis	2.5	2.9	2.8	1.8	1.3
Chine**	3.0	5.2	5.0	4.8	4.0
Japon	1.3	0.7	-0.2	1.2	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	2.1	1.6
États-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	3.50-3.75	3.50-3.75	3.25-3.50
JPY	-0.10	0.25	0.50	0.75	1.00

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	0.27	0.20	0.40
EUR (Allemagne)	2.02	2.36	2.84	2.50	2.50
USD	3.88	4.57	4.18	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	2.19	1.80	1.60

Taux de change (fin d'année)

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.93	0.90	0.91
USD/CHF	0.84	0.90	0.80	0.78	0.78
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.51	0.56	0.58
EUR/USD	1.10	1.04	1.17	1.15	1.16
GBP/CHF	1.07	1.14	1.08	1.08	1.10

Matières premières (fin d'année)

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	77	75	65	60	65
Or (USD/once)	2'063	2'625	4'632	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 ****14.01.2026

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	1.3
Consommation publique	2.9	-0.6	1.4	1.3	1.3	0.7
Dépenses de biens d'équipement	7.0	4.7	3.8	1.2	-0.8	0.8
Investissements dans le bâtiment	-3.1	-6.9	-1.5	-1.4	-0.5	0.8
Exportations	11.5	5.8	-2.0	3.0	1.4	-0.6
Importations	4.8	6.6	1.1	3.7	2.3	0.6
Taux de chômage en %	3.0	2.2	2.0	2.4	2.8	3.2
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.