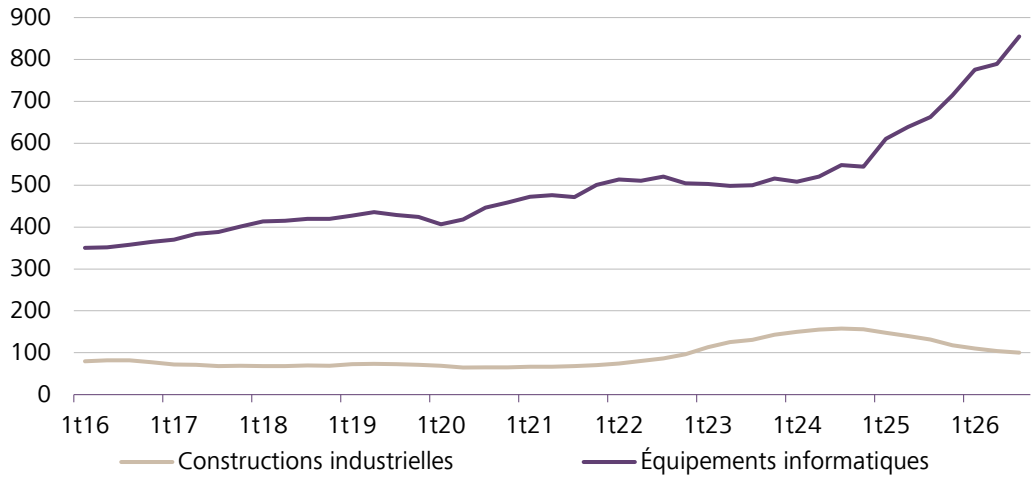
NOVEMBRE 2026

Check conjoncturel

L'économie européenne ne parvient pas à maintenir sa dynamique de croissance du premier semestre. La crise énergétique se fait de plus en plus sentir. En Suisse, où la dépendance énergétique est moindre, le climat économique reste en revanche meilleur que la moyenne. Dans le même temps, la pression sur les prix reste plus modérée dans notre pays. L'inflation, elle, devrait rester trop élevée pendant un certain temps dans la zone euro et aux États-Unis. Même sans grandes craintes inflationnistes, la politique de taux zéro de la BNS semble toutefois de plus en plus laxiste au vu de la bonne santé de l'économie. Selon nous, si l'économie maintient son cap et si les prix de l'énergie restent à un niveau élevé, la BNS pourrait entamer dès décembre un abandon progressif de sa politique de taux zéro.

GRAPHIQUE DU MOIS: BOOM DES INVESTISSEMENTS DANS L'IA

PIB américain, investissements, en données annualisées, en termes réels, dollars américains de 2017



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

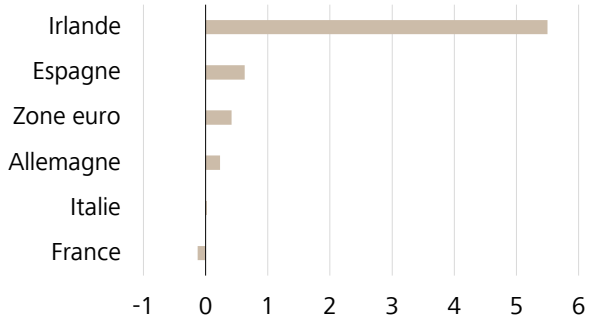
L'économie américaine reste en pleine forme et se montre moins vulnérable au choc énergétique que l'Europe. Au troisième trimestre, la croissance annualisée du PIB s'est accélérée, passant de 2,2% à 3,4%. Certes, la guerre contre l'Iran déclenchée par Donald Trump fait aussi grimper les prix des carburants aux États-Unis à des niveaux records et réduit le pouvoir d'achat des ménages. Or, au cours de la dernière décennie, les États-Unis sont devenus un exportateur net d'énergie. Le secteur de l'énergie tire donc profit de la baisse de l'offre en provenance de la région du Golfe, ce qui profite à l'économie. Les États-Unis ne sont plus aussi durement touchés par les crises énergétiques mondiales.

La vigueur actuelle de la croissance repose toutefois bien plus sur l'essor de l'IA, qui a considérablement stimulé les investissements informatiques au cours des deux dernières années. Leur part dans le PIB a connu une très forte hausse, passant d'un peu plus de 2% à 3,5% au cours du dernier trimestre. Étant donné qu'une grande partie des composants informatiques nécessaires doit être importée, la contribution nette de ces investissements à la croissance du PIB est certes moins spectaculaire. Elle reste néanmoins considérable sur l'ensemble des trimestres, avec une part estimée pouvant atteindre un tiers. En revanche, les investissements dans d'autres bâtiments industriels, tels que les usines, sont plus faibles. L'incertitude entourant la politique douanière américaine pèse sur ces investissements, alors que Donald Trump voulait précisément relocaliser la production aux États-Unis. Jusqu'à présent, la vague d'investissements dans les technologies de l'information n'a eu d'impact notable sur l'emploi, ni positif ni négatif. En revanche, l'essor boursier alimenté par l'IA soutient durablement la consommation. Malgré la hausse des prix de l'énergie et le ralentissement des salaires réels, les effets de richesse liés à la hausse des cours permettent aux ménages américains de continuer à accroître leurs dépenses sans compromettre leur situation financière. Ils contribuent ainsi à maintenir le boom de la consommation.

Conjoncture

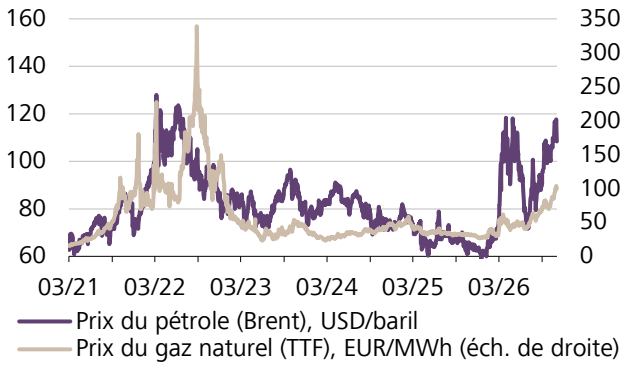
PIB DE LA ZONE EURO

Croissance au 3e trimestre 2026 en % par rapport au trimestre précédent, en termes réels



Source: Eurostat, Raiffeisen Economic Research

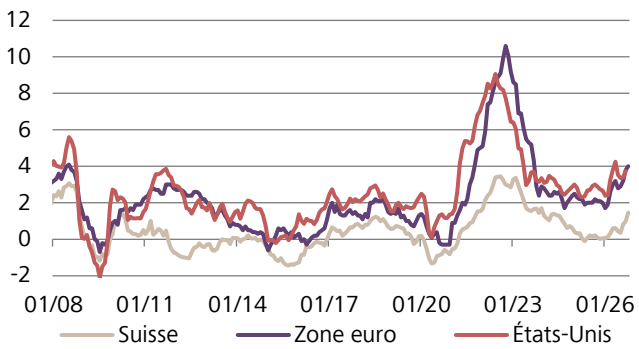
PRIX DE L'ÉNERGIE



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

L'économie européenne continue de croître

Au troisième trimestre aussi, l'économie de la zone euro s'est montrée résistante. Après une forte hausse trimestrielle de 0,6% au trimestre précédent, le PIB a encore progressé de 0,4%. Toutefois, cette expansion a une nouvelle fois été portée principalement par l'Irlande. En raison de l'importance exceptionnelle de quelques grands groupes américains, ce petit État membre a représenté environ la moitié de la croissance totale de la zone euro au cours de ces deux trimestres. Sans cet effet hors norme, la dynamique de croissance aurait ralenti au cours du dernier trimestre et se serait établie à un niveau plus modéré de 0,2%.

La crise énergétique laisse de plus en plus de traces

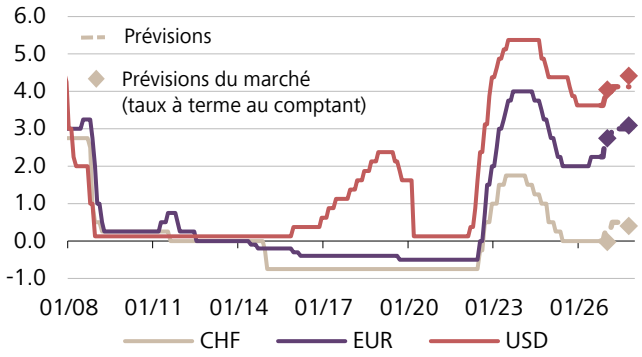
Les résultats des grands pays membres ont été très contrastés. L'Espagne est restée en tête avec 0,6%. Un résultat enviable, notamment grâce au plan de relance de l'UE et à un niveau élevé d'immigration. L'Allemagne a également enregistré sa quatrième hausse consécutive. Son programme d'infrastructures a commencé à stimuler la demande. Avec 0,2%, la croissance s'est toutefois avérée plus faible qu'au premier semestre. D'une part, la disparition progressive des effets d'anticipation liés à la guerre en Iran devrait jouer un rôle dans ce contexte. D'autre part, le faible niveau du Rhin a nui à la production, notamment dans le secteur chimique. L'Italie, en revanche, a connu une stagnation, tandis que la France a même enregistré une légère contraction. Les troubles violents que notre voisin connaît actuellement pèsent sur l'activité économique. Vers la fin de l'année, le climat des affaires s'est à nouveau quelque peu assombri. La crise énergétique ne déstabilise toujours pas l'économie européenne, mais les traces de freinage sont de plus en plus marquées. Dans le même temps, la Suisse continue de se montrer résistante. Le baromètre conjoncturel du KOF a certes lui aussi reculé en octobre, notamment en raison du raffermissement du franc suisse. Son niveau reste toutefois supérieur à la moyenne et continue de refléter un environnement économique solide.

La pression sur les prix de l'énergie continue de s'accentuer

Grâce à des stratégies de contournement, les pays du Golfe ont récemment accru leurs exportations de pétrole. La multiplication des attaques contre les navires maintient toutefois les primes de risque à un niveau élevé, notamment pour les produits pétroliers raffinés et le gaz naturel. En Europe, les prix du gaz ont fortement augmenté au début de la saison de chauffage, et les entreprises signalent à nouveau plus souvent une hausse de leurs coûts d'achat. Les effets indirects sur les prix à la consommation deviennent ainsi plus probables. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente devrait donc rester supérieure à l'objectif de 2% pendant encore un certain temps. En Suisse, elle demeure pratiquement inchangée à 0,5%, mais la poursuite de la hausse des prix de l'énergie devrait également entraîner davantage de répercussions sur les coûts en 2027.

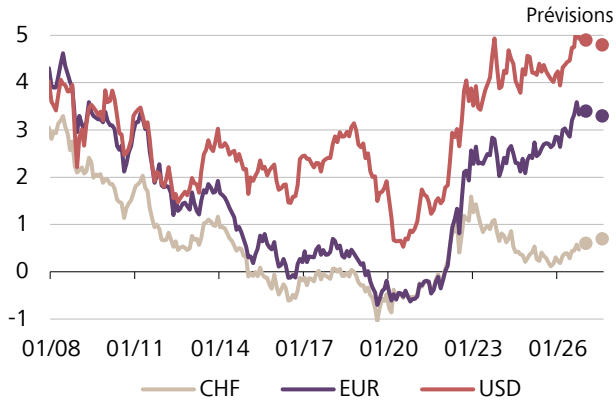
Intérêts

TAUX DIRECTEURS, EN %



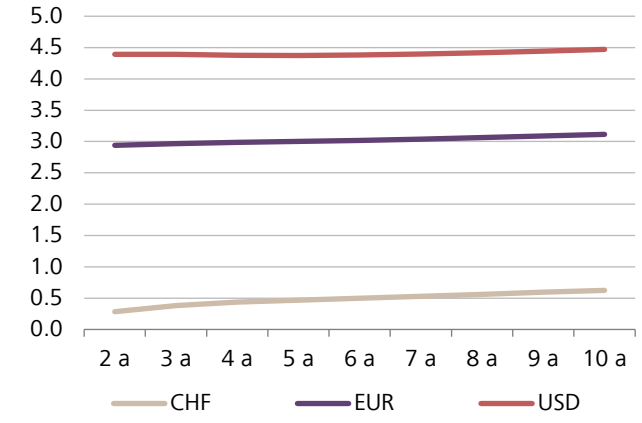
Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS, EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

COURBE DES TAUX (AU 09.11.2026), EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

La Fed n'est pas encore franchement restrictive

Après avoir relevé ses taux en septembre, la Réserve fédérale américaine a marqué une pause lors de sa dernière réunion. Le taux cible des fonds fédéraux reste ainsi à 3,875%. La banque centrale a certes porté un regard plus positif sur la conjoncture, mais continue de juger l'inflation trop élevée. Son président, Kevin Warsh, et la plupart de ses collègues n'estiment toutefois pas que l'économie soit en «surrégime». La hausse sensible des coûts de financement commence néanmoins à peser sur certains secteurs, sans que les conditions financières soient encore clairement restrictives aux yeux de Kevin Warsh. Une nouvelle hausse des taux devrait intervenir en décembre si l'économie reste robuste et l'inflation obstinément élevée, comme le suggèrent les anticipations de prix des entreprises. Lors de la dernière réunion, deux membres du FOMC se sont déjà prononcés en ce sens.

La BCE n'a pas encore atteint son but

Après deux hausses en juin et en septembre, la Banque centrale européenne (BCE) a elle aussi renoncé à relever ses taux fin octobre. Elle se trouve de plus en plus prise entre deux feux. D'une part, l'économie de la zone euro continue de croître, mais montre davantage de signes de ralentissement que l'économie américaine. Les troubles en France et la hausse des coûts de financement qui en découle pourraient constituer un frein supplémentaire. D'autre part, les risques d'inflation liés aux prix de l'énergie se sont encore accrus. Comme les conditions de financement ne sont pas encore excessivement restrictives, les risques d'inflation prédominent actuellement. La présidente de la BCE a indiqué que la décision de maintenir les taux inchangés en octobre avait été prise à l'unanimité, mais qu'une hausse avait été discutée et aurait pu se justifier. Christine Lagarde a par ailleurs souligné que la direction à suivre était assez claire, laissant entendre qu'une nouvelle hausse était prévue en décembre.

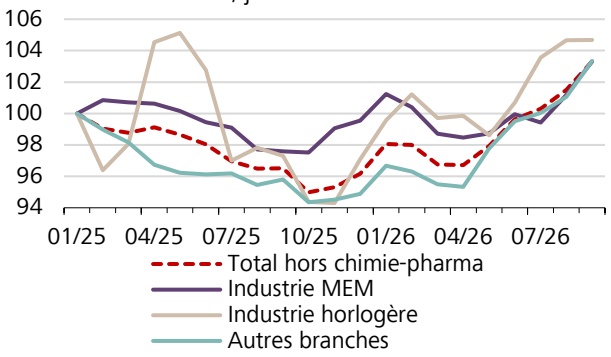
Le taux zéro de la BNS ne se justifie plus vraiment

La BNS ne se prononcera à nouveau sur le taux directeur qu'à l'occasion de sa prochaine réunion trimestrielle, prévue mi-décembre. Jusqu'à présent, elle n'a vu aucune raison d'ajuster sa politique monétaire afin de maintenir l'inflation dans une fourchette compatible avec la stabilité des prix. Son directoire se montre très confiant quant au fait que l'inflation restera dans la fourchette cible de 0% à 2%. Les inquiétudes liées à la dette française ont de nouveau légèrement renforcé le franc suisse, ce qui pourrait inciter davantage la BNS à faire preuve de prudence. L'économie suisse se montre toutefois solide et connaît une croissance proche de son potentiel. Dans ce contexte, une politique monétaire très accommodante semble de plus en plus difficile à justifier, même en l'absence de risque de débordement de l'inflation. Nous pouvons donc tout à fait imaginer que la BNS revienne sur sa position attentiste dès sa réunion de décembre. Les marchés financiers s'attendent de toute façon à un abandon progressif de la politique de taux zéro. Par conséquent, les taux d'intérêt à long terme en francs suisses ont déjà légèrement augmenté.

Secteurs d'activité en Suisse

EXPORTATIONS SUISSES

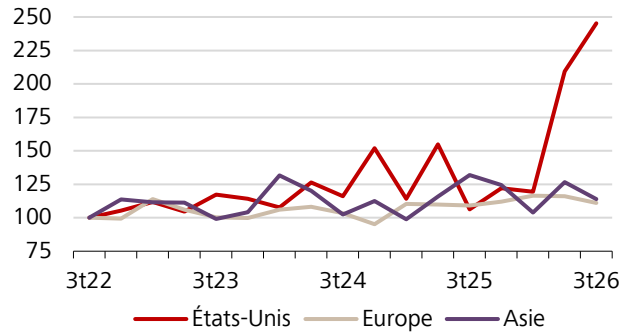
Hors secteur chimique/pharmaceutique, données corrigées des variations saisonnières, janvier 2025 = 100



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

EXPORTATIONS D'ÉQUIPEMENTS ÉLECTRIQUES

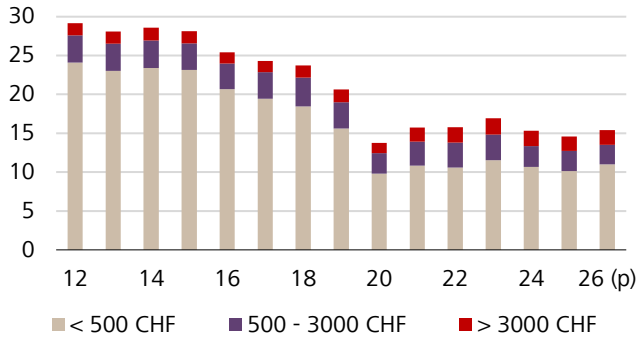
T3 2022 = 100; moteurs électriques, générateurs, transformateurs, installations de distribution et de commutation d'électricité (NOGA 2711/2712)



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

EXPORTATIONS HORLOGÈRES (UNITÉS)

Par segment de prix, en millions



Source: Fédération de l'industrie horlogère suisse, Raiffeisen Eco. Research

Une reprise des exportations largement étayée

Au troisième trimestre, les exportations suisses de marchandises ont progressé de 2,6% en données corrigées des variations saisonnières par rapport au trimestre précédent. Elles ont ainsi enregistré leur deuxième hausse consécutive. La reprise est restée largement soutenue. Huit des dix principales catégories de produits ont enregistré une hausse. De janvier à septembre, les exportations restent toutefois inférieures au niveau de l'année précédente. Cela s'explique par la baisse des exportations de produits chimiques et pharmaceutiques, sujettes à de fortes fluctuations. Sans celles-ci, les exportations ont rattrapé leur retard par rapport au premier semestre et, après trois trimestres, dépassent de 2,2% le niveau de l'année précédente. Les exportations vers l'Europe ont connu une croissance supérieure à la moyenne (+2,9%). Les exportations vers l'Asie (+1,8%) et vers les États-Unis (+0,3%) ont en revanche affiché des hausses plus modestes. La légère hausse aux États-Unis, de 50 millions de CHF, masque toutefois des baisses dans la plupart des secteurs. Sans la hausse des exportations d'avions (+216 millions de CHF) et d'équipements électriques (+253 millions de CHF), le solde, corrigé des secteurs chimique et pharmaceutique, aurait été négatif. Les fabricants d'équipements électriques profitent ainsi de l'expansion massive des centres de données et de la modernisation des infrastructures électriques. Leurs exportations vers d'autres régions stagnent.

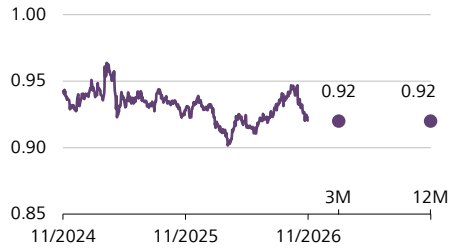
Les exportations horlogères renouent avec la croissance

En revanche, les exportations horlogères vers les États-Unis ont nettement reculé: au cours des trois premiers trimestres, elles ont été inférieures d'environ 140 millions de CHF, soit 4,1%, par rapport à 2025. À l'échelle mondiale, les exportations ont en revanche augmenté de 2,7%. La croissance enregistrée en Europe a largement compensé les baisses observées aux États-Unis et en Chine. Après deux années de recul, une reprise de la croissance des exportations se profile donc pour 2026.

Le moral dans le secteur reste néanmoins mitigé. La demande chinoise ne montre toujours aucun signe de reprise et les capacités de production des fabricants et sous-traitants concernés restent sous-utilisées. Alors que la valeur des exportations se rapproche de ses records, les volumes restent nettement inférieurs à leurs précédents sommets malgré la récente reprise. S'y ajoute une mutation structurelle: dans le segment des prix bas, la concurrence des montres connectées accentue la pression. La situation s'aggrave pour les entreprises qui atteignent la durée maximale d'indemnisation du chômage partiel, un soutien essentiel, notamment pour les sous-traitants. Or, la prolongation de cette durée à 24 mois ne s'applique que jusqu'à fin janvier 2027. Il est donc d'autant plus important que la reprise de la demande s'étende à davantage de marchés et de segments de prix et stimule les commandes auprès des sous-traitants.

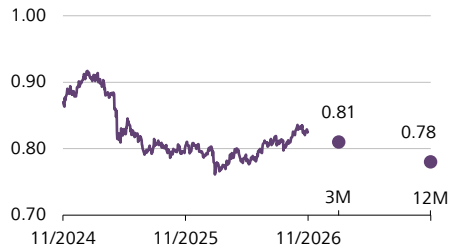
Monnaies

PRÉVISIONS



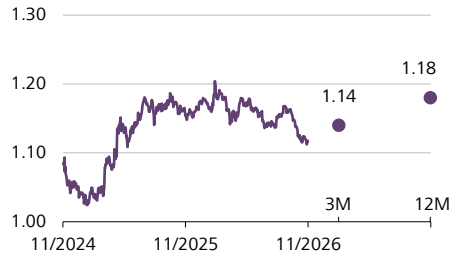
EUR/CHF

Les manifestations en France nourrissent les inquiétudes des marchés financiers quant à l'augmentation des dépenses publiques et donc à la stabilité financière de la Grande Nation. En conséquence, l'euro s'est déprécié de 2,8% par rapport au franc suisse en octobre. Entretemps, la Banque centrale européenne (BCE) n'a procédé à aucun ajustement de ses taux directeurs. Sur un horizon de douze mois, elle devrait toutefois les relever de 50 points de base au total, soit autant que la Banque nationale suisse (BNS). Le différentiel de taux limite le potentiel de baisse de l'euro. Parallèlement, le franc profite de l'environnement incertain. Nous tablons sur un maintien à un niveau stable du cours EUR / CHF.



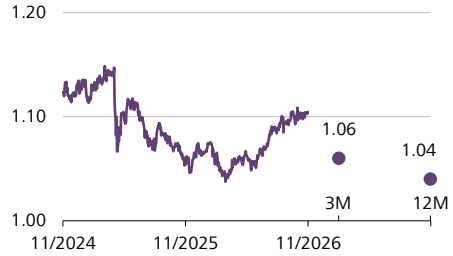
USD/CHF

Récemment, l'inflation aux USA était presque deux fois plus élevée que celle visée par la banque centrale (Fed). Celle-ci n'a toutefois pas modifié son taux directeur, comme le marché l'attendait. Les élections de mi-mandat suscitent la nervosité chez les investisseuses et investisseurs. Dans ce contexte, le dollar US a perdu 1,3% de sa valeur par rapport au franc suisse le mois dernier. À l'horizon d'un an, nous prévoyons encore une légère baisse du cours USD / CHF. L'endettement public sans cesse croissant de Washington et la situation de risque géopolitique, qui profite à la monnaie helvétique en tant que valeur refuge, laissent présager une telle évolution.



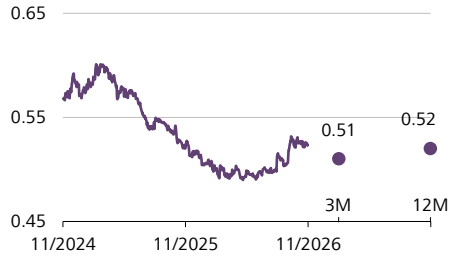
EUR/USD

Les gardiens de la monnaie n'ont pas bougé des deux côtés de l'Atlantique. En raison de l'inflation élevée, la BCE et la Fed devraient continuer à resserrer leur politique monétaire au cours des prochains mois. La baisse de 1,5% de l'euro par rapport au dollar US fin octobre est principalement due aux émeutes en France. La situation politique tendue va probablement peser encore un certain temps sur la monnaie commune. C'est pourquoi nous avons revu à la baisse nos prévisions à trois mois à 1.14 dollar. Toutefois, compte tenu de la situation de la dette publique aux Etats-Unis et du «shutdown» du gouvernement pouvant à nouveau survenir au printemps, nous prévoyons que la paire de devises restera inchangée à 1.18 sur l'année.



GBP/CHF

Poussé par les prix de l'énergie, le taux d'inflation en Grande-Bretagne a récemment atteint un sommet annuel de 3,5%. La Banque d'Angleterre (BoE) a réagi en relevant son taux directeur de 25 points de base. Entretemps, la livre sterling n'a pas pu poursuivre sa tendance haussière, affichant une baisse de 0,4% par rapport au franc suisse en octobre. Nous pensons que la monnaie britannique intègre trop d'éléments positifs. En particulier, la BoE devrait, en raison du ralentissement de l'économie, resserrer sa politique monétaire moins fortement que ne le prévoit le marché. Cela plaide en faveur d'un cours GBP / CHF plus bas à moyen terme.



JPY/CHF*

Les effets de la persistance de prix élevés de l'énergie commencent à se propager à d'autres secteurs de l'économie japonaise. Par conséquent, la Banque du Japon (BoJ), malgré la récente pause dans la hausse des taux, devrait continuer à resserrer sa politique monétaire à l'avenir. Le marché anticipe cela depuis un certain temps, c'est pourquoi le cours JPY / CHF a affiché sur une grande partie du mois d'octobre une tendance latérale marquée par une forte volatilité. Compte tenu de la faiblesse persistante de la conjoncture, la marge de manœuvre de la BoJ nous semble toutefois limitée. Du côté de la monnaie, nous ne voyons donc aucun potentiel haussier supplémentaire à moyen terme.

* multiplié par 100

Sources: Bloomberg, Raiffeisen Suisse CIO Office et Economic Research

RAIFFEISEN
Economic Research

Prévisions Raiffeisen (I)

CONJONCTURE

PIB (croissance annuelle moyenne en %)

	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
Suisse*	1.4	1.3	1.8	**1.7**	**1.3**
Zone euro	0.6	1.0	1.3	**0.9**	**1.2**
États-Unis	2.9	3.0	2.3	**2.3**	**2.0**
Chine**	5.2	5.0	5.0	**4.0**	**4.0**
Japon	0.7	-0.2	1.2	**0.7**	**0.8**
Monde (PPP)	3.3	3.5	3.5	**3.0**	**3.0**

Inflation (moyenne annuelle en %)

	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
Suisse	2.1	1.1	0.2	**0.7**	**1.1**
Zone euro	5.5	2.4	2.1	**3.0**	**2.6**
États-Unis	4.1	3.0	2.7	**3.4**	**2.7**
Chine	0.2	0.2	0.1	**1.1**	**1.3**
Japon	3.3	2.7	3.2	**1.9**	**2.5**

MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs (fin d'année en %)***

	2024	2025	Actuel****	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	0.50	0.00	0.00	**0.25**	**0.50**
EUR	3.00	2.00	2.50	**2.75**	**3.00**
USD	4.25-4.50	3.50-3.75	3.75-4.00	**4.00-4.25**	**4.25-4.50**
JPY	0.25	0.75	1.25	**1.50**	**1.75**

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

	2024	2025	Actuel****	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	0.27	0.28	0.44	**0.60**	**0.70**
EUR (Allemagne)	2.36	2.85	3.28	**3.40**	**3.30**
USD	4.57	4.17	4.88	**4.90**	**4.80**
JPY	1.09	2.06	2.69	**2.90**	**2.80**

Taux de change (fin d'année)

	2024	2025	Actuel****	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.94	0.93	0.92	**0.92**	**0.92**
USD/CHF	0.90	0.79	0.82	**0.81**	**0.78**
JPY/CHF (x 100)	0.58	0.51	0.52	**0.51**	**0.52**
EUR/USD	1.04	1.17	1.12	**1.14**	**1.18**
GBP/CHF	1.14	1.07	1.10	**1.06**	**1.04**

Matières premières (fin d'année)

	2024	2025	Actuel****	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	75	61	97	**105**	**85**
Or (USD/once)	2'625	4319	4'099	**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 considérés 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) ****09.11.2026

Prévisions Raiffeisen (II)

SUISSE – PRÉVISIONS DÉTAILLÉES (CORRIGÉES DES ÉVÉNEMENTS SPORTIFS)

	2022	2023	2024	2025	Prévision 2026	Prévision 2027
PIB réel, variation en %	**3.5**	**1.4**	**1.3**	**1.8**	**1.7**	**1.3**
Consommation privée	4.9	1.3	2.1	1.7	1.3	1.3
Consommation publique	-0.6	1.2	2.0	-0.6	1.9	0.9
Dépenses de biens d'équipement	4.7	3.5	0.6	3.7	0.5	2.0
Investissements dans le bâtiment	-6.9	-1.5	-1.4	2.9	2.4	1.7
Exportations	5.8	-1.1	3.3	3.4	3.7	2.7
Importations	6.6	1.6	3.4	5.8	1.0	3.0
Taux de chômage en %	**2.2**	**2.0**	**2.4**	**2.8**	**3.1**	**3.1**
Inflation en %	**2.8**	**2.1**	**1.1**	**0.2**	**0.7**	**1.1**

Éditeur
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.

RAIFFEISEN
Economic Research