

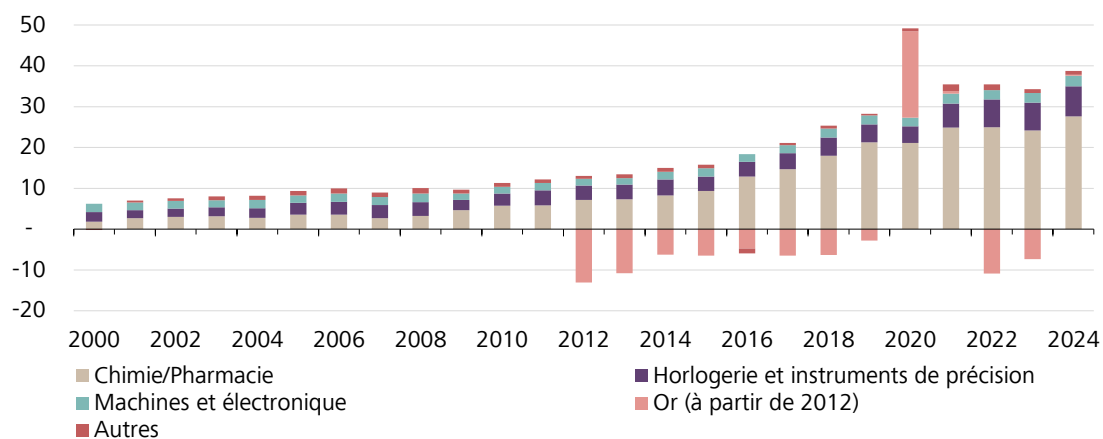
# Check conjoncturel

La Suisse n'a toujours pas d'accord commercial avec les États-Unis, et il ne faut pas s'attendre à une conclusion dans les prochains jours – voire semaines. Cela accroît nettement le risque de baisse conjoncturelle. De nombreux pays bénéficient désormais d'une planification mieux sécurisée. Cependant, les droits de douane américains sont plus élevés que prévu, ce qui continue de peser sur l'économie mondiale. La Réserve fédérale adopte une attitude prudente, bien que la pression pour baisser les taux s'intensifie. Il en va de même pour la Banque nationale suisse (BNS), surtout si aucun accord acceptable avec les États-Unis n'est trouvé rapidement.



## GRAPHIQUE DU MOIS: RISQUE DE CONCENTRATION DANS LE SECTEUR PHARMACEUTIQUE

Excédent commercial de la Suisse vis-à-vis des États-Unis, en milliards de francs



Source: OFS, Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Depuis environ 25 ans, l'excédent commercial annuel de la Suisse dans les échanges de marchandises avec les États-Unis ne cesse de croître. L'an dernier, il a atteint un record historique de plus de 60 milliards de francs. Le principal moteur de cette dynamique est bien connu: l'industrie pharmaceutique, et notamment ses activités aux États-Unis, avec un excédent d'exportation de 28 milliards de francs en 2024. La Suisse fait ainsi partie des pays avec lesquels les États-Unis enregistrent un déficit commercial significatif. La différence essentielle réside dans la position dominante de l'industrie pharmaceutique, et cela n'a – sauf en 2025 – que peu à voir avec le commerce de l'or. Seul l'État membre de l'UE, l'Irlande, voit son excédent commercial avec les États-Unis autant porté par le secteur pharmaceutique

Cette dépendance à une seule industrie et à un seul pays rend aujourd'hui l'économie suisse vulnérable. Le président américain Trump ne vise pas seulement un commerce bilatéral plus équilibré, mais veut aussi réduire les prix des médicaments, très élevés en comparaison internationale. Cela fait

de la Suisse une cible idéale pour illustrer sa politique et vaincre la résistance de l'industrie pharmaceutique à une baisse des prix. L'excédent américain dans les services avec la Suisse ne joue aucun rôle dans ce calcul politique.

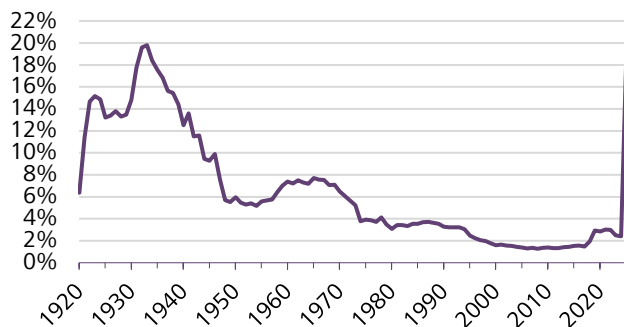
Avec l'annonce d'un droit de douane de 39% sur les importations suisses, la Suisse doit désormais s'attendre à un ralentissement de sa croissance économique, d'autant qu'elle subit un désavantage concurrentiel significatif par rapport à d'autres pays. Après l'annonce des droits de douane «réciproques» le 2 avril, nous avons abaissé de 1,3% à 0,9% nos prévisions de croissance du PIB pour 2025. Pour l'instant, cette baisse du PIB est à notre avis suffisante afin de faire face aux effets échelonnés des nouveaux droits de douane. Mais les risques baissiers ont nettement augmenté avec le dernier choc douanier. Et si des droits de douane sectoriels sur les importations pharmaceutiques s'y ajoutaient, la Suisse risquerait de perdre son ancrage économique, dans le secteur jusqu'ici considéré comme facteur de stabilité en période de difficultés.

# Conjoncture



## TOURNANT HISTORIQUE

Taux moyen des droits de douane US (au 8 Août 2025)

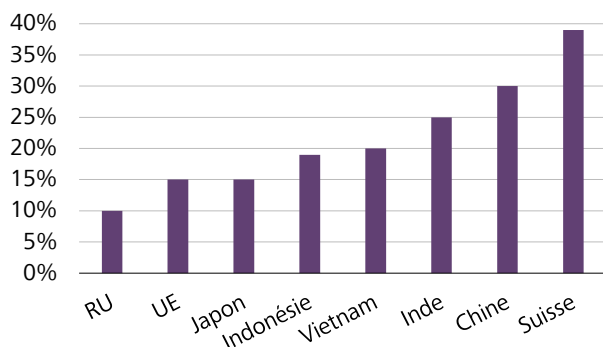


Source: Université de Yale, Raiffeisen Economic Research



## CHOC DOUANIER POUR L'ASIE ET LA SUISSE

Droits de base (sélection)

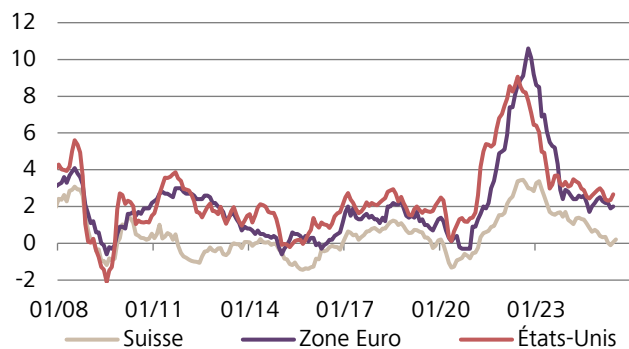


Source: Maison blanche, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

## Politique commerciale américaine restrictive

Jusqu'à présent, les conséquences négatives des droits de douane américains sur l'économie mondiale sont restées modérées. Les indicateurs du climat sont donc restés globalement stables tant dans l'industrie que dans le secteur des services. Malgré ces signaux positifs, d'importants risques baissiers subsistent pour la conjoncture mondiale. Aux Etats-Unis, le PIB a certes de nouveau augmenté après le recul du premier trimestre, mais la dynamique de la consommation a de nouveau été inférieure à la moyenne, et après la dernière révision des données, le marché de l'emploi ne paraît plus si solide. En Europe, le PIB n'a enregistré qu'une croissance marginale au deuxième trimestre. Les exportations ayant été anticipées, la demande fait maintenant défaut. La politique douanière du président Trump s'avère par ailleurs plus restrictive qu'espéré, comme le montrent les nouveaux accords commerciaux conclus: à l'avenir, le droit de douane américain moyen devrait être nettement supérieur au niveau de base précédent de 10%. Eu égard à l'excédent de leur balance commerciale avec les Etats-Unis, la Suisse et les pays asiatiques sont particulièrement touchés. S'il est vrai qu'une plus grande sécurité s'installe ainsi progressivement pour la planification, nul ne sait encore si la politique commerciale américaine deviendra réellement plus prévisible. Par ailleurs, les tarifs douaniers n'ont pas encore produit leurs répercussions préjudiciables sur les échanges et la conjoncture à travers le monde.

## Accord entre l'UE et les Etats-Unis

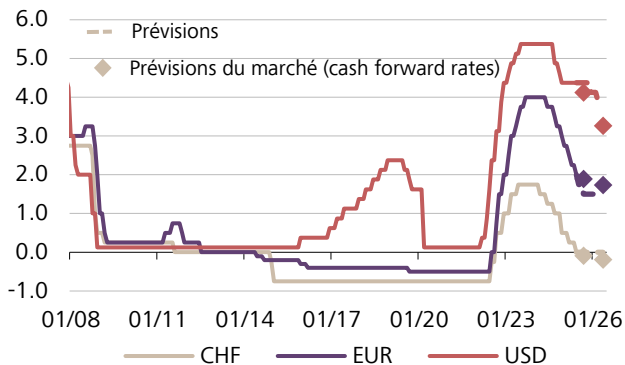
En début d'année, les droits de douane américains moyens sur les marchandises européennes étaient encore de quelques pour cent seulement. En avril, ils ont été relevés à 10%, à quelques exceptions près. Les droits de base de 15% adoptés après les négociations ne représentent donc qu'une augmentation modérée par rapport au statu quo. Dans le secteur automobile, qui est particulièrement important pour l'Allemagne la charge a même été réduite de moitié. L'accord préserve par ailleurs un accès relatif au marché américain pour l'Europe. Seule la Grande-Bretagne, qui a réussi à négocier un droit de base de 10%, est mieux lotie à ce jour. Par rapport à l'année dernière, les difficultés pour l'économie européenne se sont néanmoins accrues. Et cela vaut également pour la Suisse, qui est actuellement soumise à un droit de douane de 39%.

Compte tenu de la pénurie générale de main-d'œuvre, nous ne tablons toutefois pas sur un effondrement du marché de l'emploi. La demande intérieure devrait donc se maintenir à un niveau stable dans la zone euro et en Suisse, de sorte qu'un net recul de l'inflation est peu probable. Aux Etats-Unis, l'inflation a de nouveau été étonnamment modérée ces derniers mois. Nous nous attendons cependant à ce que les entreprises répercutent une partie des frais douaniers sur les consommateurs et à ce que l'inflation remonte sensiblement dans la foulée. De premiers produits d'importation, comme l'électronique, les vêtements ou les articles ménagers, sont déjà devenus beaucoup plus chers.

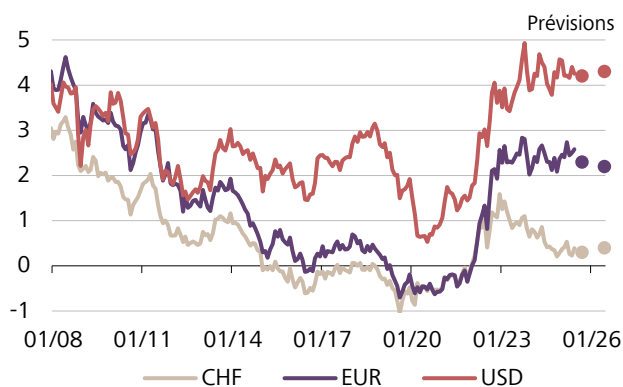
# Taux d'intérêt



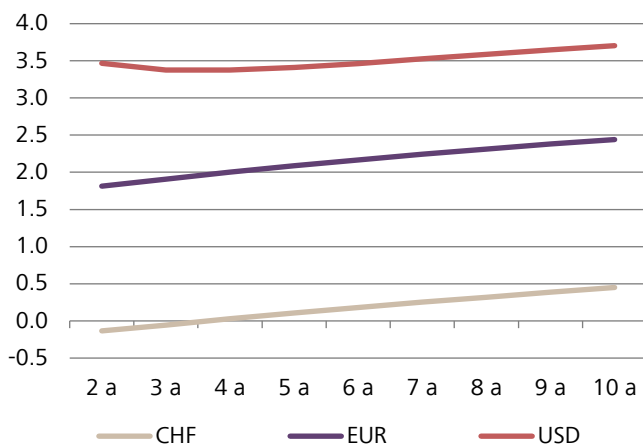
## TAUX DIRECTEURS, EN %



## OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS, EN %



## COURBE DES TAUX (AU 07 AOÛT 2025), EN %



### La pression politique sur la Fed s'intensifie

Le président américain Donald Trump accroît la pression sur le président de la Fed, Jerome Powell, exigeant une forte baisse des taux. Ce faisant, il ne se heurte pas seulement à une opposition au sein de la Fed. Lors de la réunion de juillet, deux des onze membres présents du comité Open Market ont en effet voté en faveur d'une baisse immédiate des taux d'intérêt, tandis que pour la majorité, un assouplissement était encore prématuré, si bien que le taux cible des fonds de la Fed est resté inchangé à 4,375%. Pourtant, les dernières projections de la Fed laissent toujours entrevoir deux interventions d'ici à la fin de l'année. Une première diminution des taux lors de la prochaine réunion de la Fed, en septembre, est donc tout à fait envisageable. À la suite des accords conclus avec la majorité des partenaires commerciaux importants, le montant des droits de douane à venir commence à se préciser. En revanche, le brouillard autour des conséquences de la politique douanière américaine ne se dissipe que timidement. En juin, les tarifs douaniers ont sensiblement fait augmenter les prix des marchandises importées. La plupart des responsables de la Fed continuent donc d'exprimer des inquiétudes quant à des répercussions supplémentaires sur les prix. Par conséquent, une baisse prochaine des taux est loin d'être acquise.

Pour sa part, la BCE a maintenu son taux directeur inchangé à 2% comme prévu. Elle a ainsi mis fin à une série de huit baisses de taux consécutives après que le taux de dépôt avait atteint un pic de 4% à l'automne 2023. La présidente Lagarde a souligné que l'orientation future de la politique monétaire resterait tributaire des données et que la BCE ne souhaitait pas à ce stade prendre d'engagement ferme. Au vu de la prédominance des risques baissiers pesant sur l'économie, nous restons toutefois convaincus que la marge de manœuvre disponible permet une nouvelle baisse cette année, même si les marchés ne l'anticipent plus.

### Pas d'urgence pour la BNS

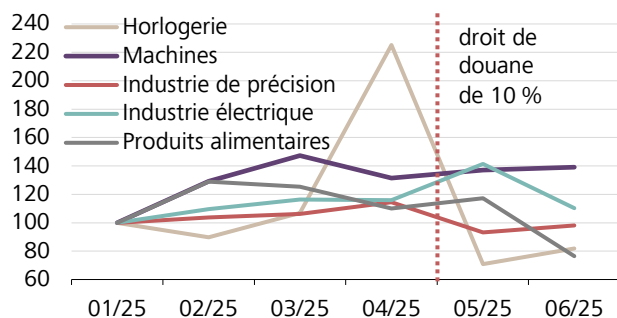
Pour la BNS, en revanche, la probabilité d'une nouvelle baisse des taux est à nos yeux limitée. La Banque nationale affirme certes qu'elle est en théorie disposée à rétablir des taux négatifs si nécessaire, mais il pourrait être plus difficile que par le passé d'assouplir à nouveau la politique monétaire. La BNS est consciente des conséquences potentielles de taux négatifs et ne devrait envisager cette option que si les perspectives économiques se détérioraient gravement, si les risques de déflation augmentent ou si le franc s'apprécie fortement. Rien n'impose pour l'instant une intervention immédiate. Il faut d'abord attendre et analyser en profondeur les répercussions des tarifs douaniers sur l'économie. Par ailleurs, l'inflation pourrait bien remonter légèrement vers la fin de l'année. Dans ce contexte, il nous semble tout à fait possible que la BNS réussisse à éviter un retour à des taux négatifs. Le piètre résultat des négociations douanières a toutefois accru les risques de taux négatifs, d'autant plus que, dans le contexte actuel, les interventions sur le marché des changes sont encore moins envisageables pour atténuer les appréciations du franc.

## Secteurs suisses



## EXPORT. FRAPPÉES DE DROITS DE DOUANE

Indexé (janvier 2025 = 100)

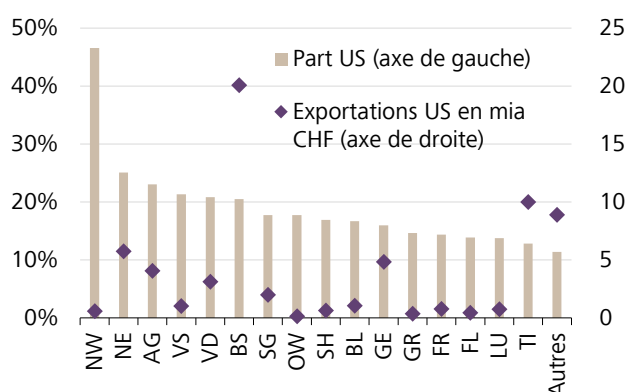


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



## EXPORTATIONS CANTONALES VERS LES USA

Exportations en mia de CHF aux Etats-Unis et part US, 2024

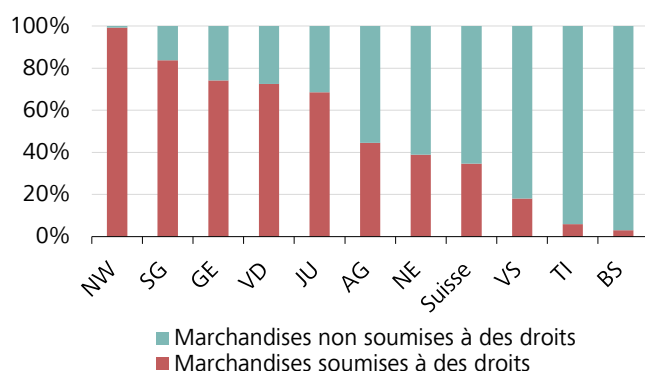


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



## STRUCTURE DES EXPORTATIONS PAR CANTON

Part des marchandises soumises aux droits de douane dans le total des exportations, 2024 (sélection)



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

## Les exportations réagissent de façon variable.

Avec l'entrée en vigueur des droits de douane de 39% à partir du 7 août, qui touche environ 35% des exportations suisses (hors produits pharmaceutiques, chimiques et or), les relations commerciales bilatérales avec les Etats-Unis entrent dans une nouvelle phase critique. Dès avril, l'introduction de droits de douane de base à hauteur de 10% avait provoqué des fluctuations notables dans certains secteurs. Dans l'industrie horlogère par exemple, les exportations ont fortement augmenté en avril avant de chuter de nouveau par la suite. Il est possible que les nouveaux droits de douane aient également entraîné des effets d'anticipation au cours de la première semaine d'août. Pour évaluer pleinement l'impact des droits de douane sur les montres suisses, il faudra attendre que les stocks aux Etats-Unis soient écoulés.

La branche alimentaire a réagi de manière plus directe, avec une baisse notable en juin, notamment dans les exportations de café. Il reste à voir ces prochains mois si ces produits sont structurellement plus sensibles aux droits de douane. En revanche, aucun ralentissement n'a encore été constaté dans l'industrie des machines, probablement en raison de commandes antérieures encore en cours de livraison. Les exportations américaines pour ce semestre y sont même en nette hausse. Mais avec des droits de douane de 39%, un recul rapide des volumes exportés est à prévoir. En mai et juin, la Suisse a exporté environ 3 milliards de francs de marchandises soumises à des droits de douane vers les Etats-Unis. A un taux de 10%, cela représentait déjà un coût additionnel d'environ 300 millions de francs. Avec les nouveaux taux de 39%, la charge augmentera sans doute considérablement.

## Tous les cantons ne sont pas également touchés.

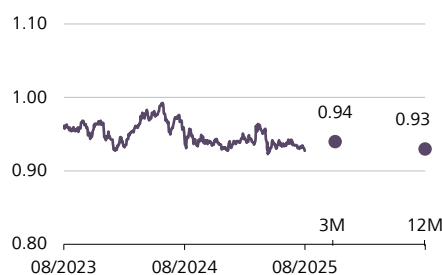
L'impact des droits de douane américains varie fortement d'un canton à l'autre. Ceux ayant une forte exposition au marché américain sont particulièrement concernés, dont Nidwald, Neuchâtel, Argovie, Valais, Vaud et Bâle-Ville. En matière de valeur d'exportation, Bâle-Ville et le Tessin arrivent en tête. Bâle-Ville bénéficie toutefois d'une situation particulière: la pharmacie prédomine et est pour l'instant exclue des droits de douane, ce qui réduit la charge immédiate. Il en va de même au Tessin, où les exportations d'or, également exemptées de droits de douane, jouent un rôle central.

La situation est différente dans des cantons comme Nidwald, Saint-Gall, Argovie ou dans certaines parties de la Suisse romande, où les industries de l'horlogerie, des machines, de la précision et de l'électrotechnique sont dominantes. Ces secteurs sont directement visés par les nouveaux droits de douane. Les exportations de ces régions risquent de chuter fortement dès que les stocks aux Etats-Unis seront épuisés et que les nouvelles livraisons seront soumises aux droits de douane plus élevés.

## Devises



## PREVISIONS

**EUR/CHF**

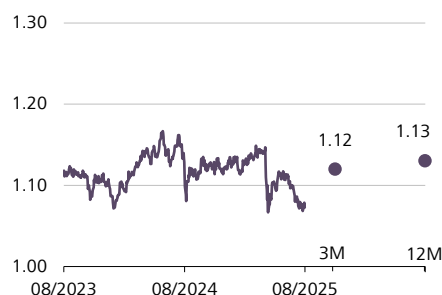
L'euro a oscillé entre 0.92 et 0.94 franc en juillet. Début août, il a profité de la pression douanière des Etats-Unis sur la Suisse. D'une manière générale, la monnaie commune souffre des risques géopolitiques et conjoncturels en raison de son caractère cyclique, tandis que le franc est recherché pour ses propriétés de valeur refuge. Dans le même temps, l'euro profite de taux préférentiels persistants par rapport à la monnaie suisse – sachant que la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé une pause dans les interventions sur taux en juillet. Cette situation confuse ne devrait guère changer à court terme, c'est pourquoi nous tablons sur un maintien à un niveau stable de la paire de devises EUR/CHF.

**USD/CHF**

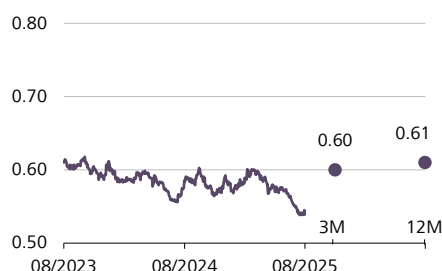
Le dollar US a eu tendance à se renforcer par rapport au franc suisse vers la fin juillet, car la Fed a gardé son taux directeur inchangé. Après la publication de mauvais chiffres sur le marché du travail, le marché anticipe désormais une baisse prochaine des taux. Le récent accord commercial a certes dissipé une partie des incertitudes, mais l'économie américaine ralentit. Nous avons donc retiré nos prévisions à trois et à douze mois pour la paire de devises USD/CHF.

**EUR/USD**

L'accord commercial transatlantique offre une sécurité aux entreprises européennes pour leur planification. Toutefois, les droits de douane de 15% réduisent leur compétitivité. De plus, l'accord prévoit des investissements européens de plusieurs milliards aux USA. Au bout du compte, cela favorise le dollar, lequel a donc augmenté par rapport à l'euro en juillet. A moyen terme, la hausse des coûts d'importation freinera néanmoins la conjoncture américaine. Le dollar subit également des vents adverses en raison de la situation de la dette outre-Atlantique. C'est pourquoi nous avons relevé à 1.15 nos prévisions à trois et à douze mois pour le cours EUR/USD.

**GBP/CHF**

L'inflation en Grande-Bretagne a étonnamment augmenté en juin, passant de 3,4 % à 3,6 %, le plus haut niveau depuis plus d'un an et demi. Néanmoins, en raison de la faiblesse de la conjoncture, la Banque d'Angleterre a décidé début août, à une courte majorité, de baisser son taux directeur. A notre avis, la monnaie britannique a toutefois excessivement plongé, et à moyen terme, elle devrait donc remonter sensiblement, à 1.13 franc.

**JPY/CHF\***

Le Japon et les Etats-Unis ont signé un accord en juillet. La monnaie japonaise a néanmoins atteint un nouveau plancher historique à 0.5375 franc. A la fin du mois, elle a enregistré une perte de cours de 2,2%. Entretemps, la Banque du Japon (BoJ) a maintenu à son taux directeur. En effet, malgré les récentes tendances à la détente, l'inflation (+3,3% en juin) est toujours nettement supérieure à l'objectif fixé par les autorités monétaires. A moyen terme, toutefois, un resserrement de la politique monétaire ne pourra sans doute pas être évité. Par conséquent, nous maintenons nos prévisions actuelles et nous misons sur un léger redressement du cours JPY/CHF.

\*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*	2.9	1.2	0.9	0.9	1.0
Zone euro	3.6	0.6	0.8	0.9	1.0
Etats-Unis	2.5	2.9	2.8	1.3	0.9
Chine**	3.0	5.2	5.0	4.5	4.0
Japon	1.0	1.8	0.1	0.8	0.8
Global (PPP)	3.6	3.3	3.2	2.7	2.6

## Inflation (Moyenne annuelle en %)

	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
Suisse	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5
Zone euro	8.4	5.5	2.4	2.0	1.8
Etats-Unis	8.0	4.1	3.0	3.5	3.5
Chine	2.0	0.2	0.2	0.2	0.9
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	1.75	1.50
USD	5.25-5.50	4.25-4.50	4.25-4.50	4.25-4.50	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, rendement en %)

	2023	2024	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
CHF	0.65	0.27	0.25	0.30	0.40
EUR (Allemagne)	2.02	2.36	2.64	2.30	2.20
USD	3.88	4.57	4.26	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.51	1.40	1.20

## Cours de change (Fin d'année)

	2023	2024	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.94	0.94	0.93
USD/CHF	0.84	0.90	0.81	0.82	0.81
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.55	0.60	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.16	1.15	1.15
GBP/CHF	1.07	1.14	1.08	1.12	1.13

## Matières premières (Fin d'année)

	2023	2024	Actuel.***	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (USD/baril)	77	75	66	72	70
Or (USD/once)	2063	2625	3394	3450	3500

\*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 \*\*\*08.08.2025

## Prévisions Raiffeisen (II)



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

	2021	2022	2023	2024	Prévision 2025	Prévision 2026
<b>PIB, réel, évolution en %</b>	<b>5.3</b>	<b>2.9</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>
Consommation des ménages	2.2	4.3	1.5	1.8	1.4	1.5
Consommation publique	3.0	-1.2	1.7	0.5	1.2	0.8
Dépenses de biens d'équipement	6.0	3.4	1.4	-2.1	1.2	1.9
Investissements dans le bâtiment	-3.1	-6.9	-2.7	2.2	2.2	1.8
Exportations	11.5	4.7	1.8	1.0	6.3	1.0
Importations	5.7	5.8	4.1	4.0	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 in %</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 Zürich  
[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)

### Auteurs

Domagoj Arapovic  
Jonas Deplazes

### 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.