

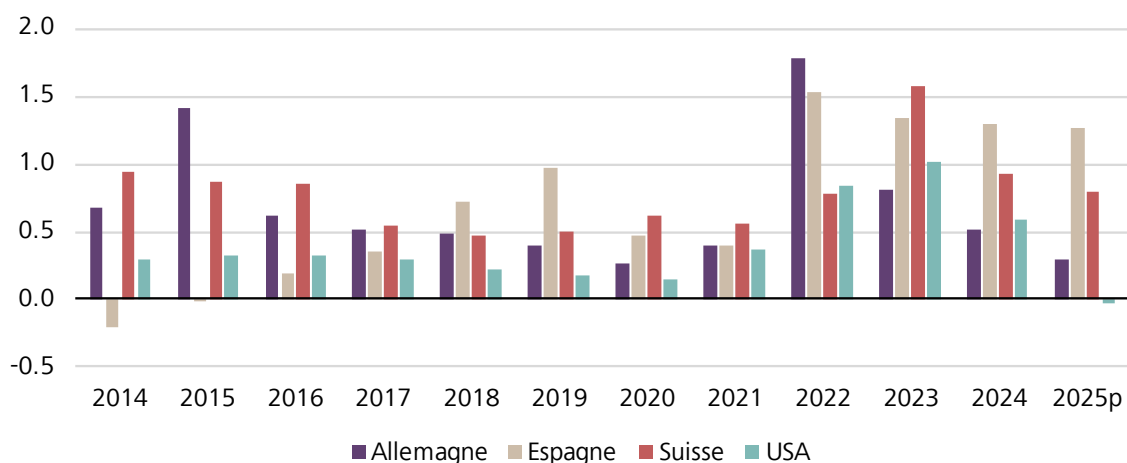
# Check conjoncturel

Les menaces douanières restent un des instruments favoris de Donald Trump. Elles continueront à peser sur le commerce mondial et sur le secteur des exportations suisses. Grâce aux effets de l'anticipation des droits de douane, celui-ci a tout de même enregistré des exportations records l'année dernière. En raison de la situation concurrentielle difficile, l'insécurité de l'emploi reste élevée. Malgré des perspectives de croissance inférieures à la moyenne, l'inflation suisse devrait toutefois avoir atteint son point le plus bas. La BNS n'a donc aucune raison de mener une politique monétaire encore plus expansionniste. Par contre, l'arrêt qu'a effectué la BCE en matière de taux d'intérêt, et donc l'écart élevé entre les taux d'intérêt suisses et ceux de la zone euro, est bénéfique.



## GRAPHIQUE DU MOIS: DYNAMIQUE DE L'IMMIGRATION

Immigration nette en % de la population



Source: Eurostat, Brookings, BFS, Raiffeisen Economic Research

La croissance économique suisse profite depuis longtemps d'une forte immigration. Cette main-d'œuvre supplémentaire augmente la valeur ajoutée et accroît la demande intérieure. Par contre, l'évolution du PIB par habitant se montre bien moins dynamique. L'immigration joue également un rôle essentiel dans la conjoncture d'autres pays industrialisés.

Aux États-Unis, un afflux d'immigrants après la pandémie, associé à des mesures d'aide publique massives, a entraîné une explosion de la demande. Mais depuis le retour de Donald Trump à la présidence, l'immigration est littéralement réprimée par la force. En raison notamment du grand nombre de personnes immigrées sans statut légal, il est difficile de quantifier précisément l'évolution. Selon diverses estimations, l'immigration nette vers les États-Unis pourrait toutefois avoir légèrement baissé l'année dernière pour la

première fois depuis la Grande Dépression. Avec la poursuite d'une politique d'immigration rigide, cela signifie une baisse continue du nombre de nouveaux travailleurs sur sol américain. Les entreprises ont récemment signalé à nouveau peiner à recruter de la main-d'œuvre qualifiée.

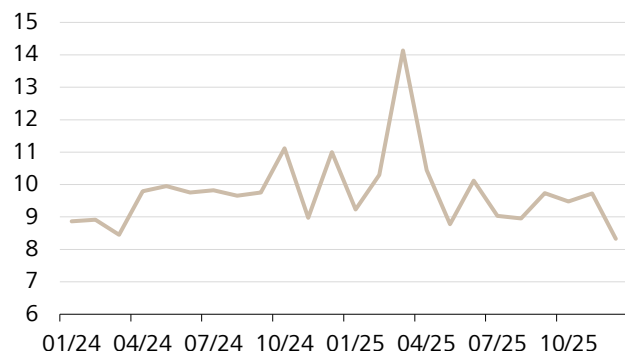
En revanche, l'économie espagnole bénéficie, depuis quelques années, nettement plus de l'immigration; cela lui permet d'occuper la première place en termes de croissance parmi les grandes économies européennes. L'Espagne a enregistré une émigration nette jusqu'au milieu de la dernière décennie et dans le sillage de la grave crise de l'immobilier et de la dette. L'Allemagne, à la traîne en matière de croissance, a récemment enregistré une baisse de l'immigration, notamment pour des raisons politiques. Après un afflux temporaire mais massif de personnes réfugiées en provenance d'Ukraine, l'immigration nette a fortement diminué.

# Conjoncture



## EXPORTATIONS PHARMACEUTIQUES SUISSES

Exportations nominales en mia de CHF

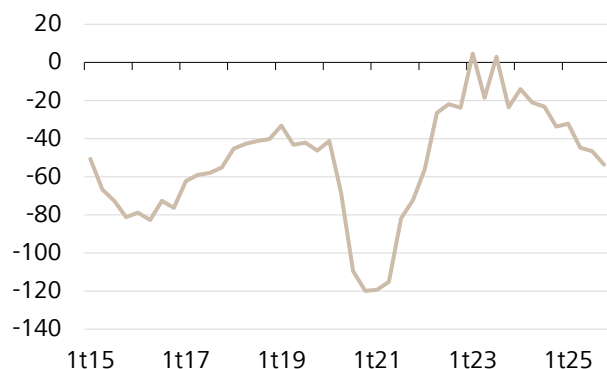


Source: BAZG, Raiffeisen Economic Research



## SOUICIS POUR L'EMPLOI

Climat de consommation SECO, sous-indice Sécurité de l'emploi

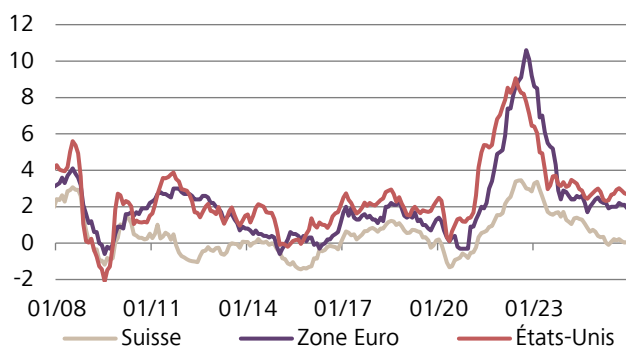


Source: SECO, Raiffeisen Economic Research



## PRIX À LA CONSOMMATION

En % par rapport à l'année précédente



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

## Bouleversements industriels

L'accord douanier avec les États-Unis a permis à l'industrie exportatrice suisse de respirer. Cependant, la menace des tarifs supplémentaires ne contribue pas à apaiser les inquiétudes. De plus, la politique douanière devrait continuer à avoir un impact négatif sur l'économie. Malgré tout, l'industrie exportatrice suisse a enregistré en 2025 un record de ses exportations. Ironie du sort, en raison de l'anticipation des droits de douane, ce sont les exportations américaines qui ont poussé la croissance, en particulier dans le secteur pharmaceutique. Les effets de correction ont donc freiné la dynamique des exportations en fin d'année. Entre-temps, les multinationales pharmaceutiques suisses ont pu s'entendre avec la Maison-Blanche, ce qui atténue la menace de droits de douane sur leurs produits. Les maigres informations communiquées à ce sujet ne laissent pas entrevoir de concessions douloureuses de la part des fabricants. Parallèlement, les exportations totales vers la Chine, même sans droits de douane, connaissent un recul en raison de la concurrence intérieure croissante. L'espoir est à nouveau permis pour la demande européenne. L'offensive allemande en matière d'investissements ne progresse toutefois que lentement. Pour l'instant, elle n'est vraiment perceptible que dans les commandes d'armement.

## Un climat défavorable

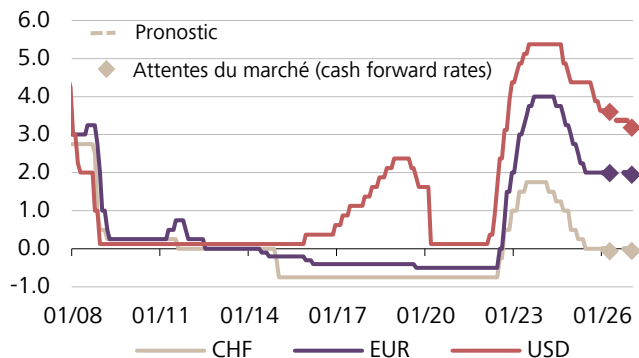
2025 a également été une année record pour le tourisme suisse. Pour '25/'26, les remontées mécaniques suisses annoncent certes à nouveau un résultat supérieur à la moyenne jusqu'à la fin de l'année. Par rapport à l'année précédente, le nombre de visiteurs a toutefois baissé de 5%. Après un bon départ, les régions de basse altitude luttent contre le manque de neige. Il est donc probable que la croissance ne puisse pas s'appuyer sur le tourisme. Nombre de Suisses considèrent également que le climat sur le marché du travail est défavorable. Même si les prévisions économiques se sont améliorées après les accords douaniers, les craintes concernant l'emploi ont augmenté. La hausse du chômage s'est certes nettement ralentie vers la fin de l'année et la faible inflation permet aux salaires réels de continuer à augmenter sensiblement, malgré des hausses de salaires plus faibles. Néanmoins, de nombreux consommateurs continuent à faire preuve de retenue lors d'achats importants.

Aux États-Unis, les enquêtes signalent que la pression sur les prix due aux droits de douane n'est plus à son apogée, ou qu'elle est moins forte que ce que l'on craignait. La conjoncture se montrant robuste, la pression sur les prix reste toutefois élevée. Dans la zone euro en revanche, l'affaiblissement de la demande permet de calmer les craintes inflationnistes. L'apaisement de l'inflation dans le secteur des services se fait toutefois attendre, et rien ne laisse présager qu'elle passe sous l'objectif d'inflation. En Suisse, elle se situe en revanche dans la fourchette inférieure de la marge de fluctuation de la BNS (0%-2%). Les fabricants et les prestataires de services prévoient d'augmenter un peu plus leurs prix en début d'année. Avec la stabilité du franc, cela indique une hausse modérée des prix à la consommation pour le reste de l'année.

# Intérêts



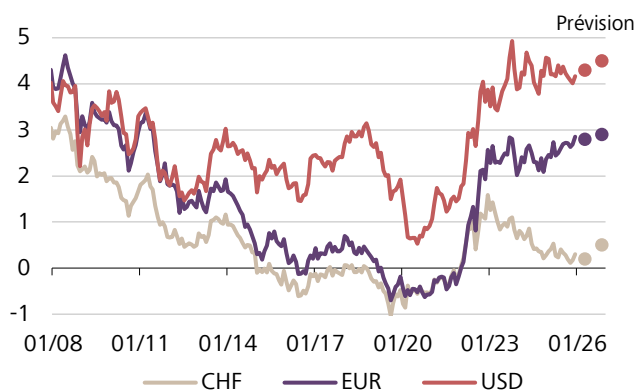
## TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS, EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



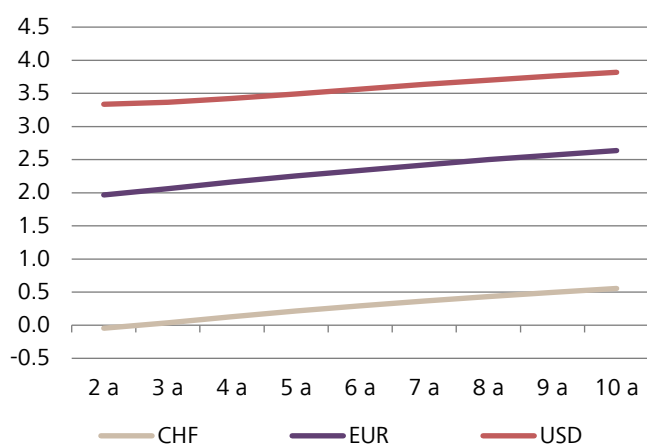
## EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS, EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research



## COURBE DES TAUX (ÉTAT: 09.02.2026), EN %



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

### La Fed n'est pas significativement restrictive

Après trois baisses consécutives des taux d'intérêt, la Banque centrale américaine a marqué une nouvelle pause lors de sa première réunion de l'année. Le taux cible des fed funds a été maintenu à 3,625%. Évaluant la situation sur la base de l'évolution des données, la banque centrale a estimé que la conjoncture était plus robuste qu'en décembre. La Fed estimant que les perspectives d'inflation n'ont guère changé, elle est d'avis que les risques pour le marché du travail et l'inflation sont désormais à nouveau équilibrés. Jerome Powell a fait remarquer qu'au vu des données, il était difficile d'argumenter que la politique monétaire était franchement restrictive. Pour lui, elle ne l'est que peu, voire presque neutre. Avec ces prévisions d'inflation encore modérément élevées, la Fed se considère en bonne position pour attendre et observer l'évolution future.

### La BCE maintient son cap

La Banque centrale européenne (BCE) a baissé ses taux directeurs pour la dernière fois en juin. Depuis lors, le taux de dépôt pertinent pour le marché monétaire est resté à 2,0%, soit dans la zone que la BCE estime neutre. Depuis, pour celle-ci, les risques conjoncturels et inflationnistes sont de plus en plus équilibrés. Certes, la dynamique conjoncturelle reste inférieure à la moyenne. En revanche, l'inflation sous-jacente se montre persistante. En ce début d'année, la banque centrale ne voit donc toujours aucune raison d'agir, ni dans un sens ni dans l'autre. Avec la baisse des risques douaniers et les premiers signes de relance budgétaire en Allemagne, les opportunités pour un éventuel réajustement à la baisse des taux directeurs visant à soutenir la fragile reprise risquent de disparaître. À moins que les perspectives économiques se détériorent gravement sans prévenir, nous ne nous attendons donc pas à une nouvelle baisse des taux d'intérêt cette année.

### La BNS profite de l'écart de taux d'intérêt

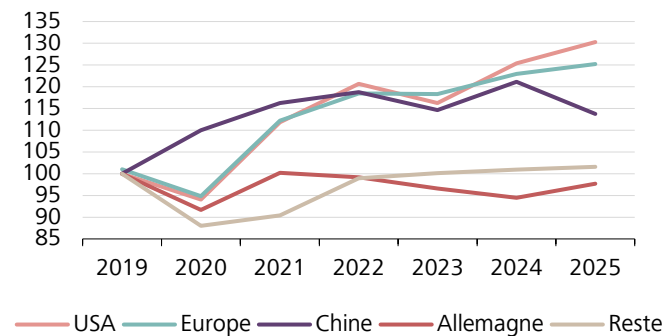
Depuis juin dernier, la BNS ne voit pas non plus de raison d'adapter sa politique monétaire. Elle se montre satisfaite de cette orientation et maintient sa politique de taux zéro. L'inflation a certes été un peu plus faible que prévu initialement au cours des derniers mois, mais la BNS continue de tabler sur une tendance à la hausse modérée des prix à la consommation pour le reste de l'année. L'accord douanier avec les États-Unis a réduit les risques de baisse conjoncturelle et les baisses anticipées des taux d'intérêt qui ont déjà eu lieu continuent d'avoir un effet stimulant. Dans le même temps, l'arrêt prématuré prononcé par la BCE facilite la vie de la BNS, l'écart entre les taux d'intérêt de la zone euro et de la Suisse restant ainsi élevé. Cela rend les placements en francs suisses moins attractifs et diminue par conséquent la pression à la hausse sur cette monnaie. Dans ce contexte, la politique de taux zéro reste appropriée, même sans obstacle plus élevé pour un retour à des taux négatifs. Le taux directeur de la BNS bénéficiant de perspectives stables, les taux d'intérêt à long terme suisses ne devraient pas non plus beaucoup évoluer dans les mois à venir.

## Branches suisses



## EXPORTATIONS PAR MARCHÉ

Indexé, 2019 = 100

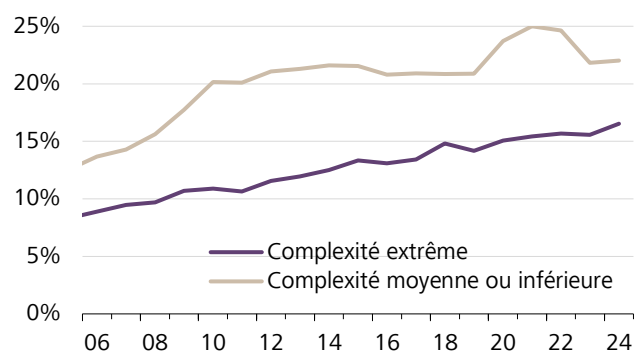


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



## PART DU MARCHÉ MONDIAL DE LA CHINE

Exportations de machines, par complexité de produit

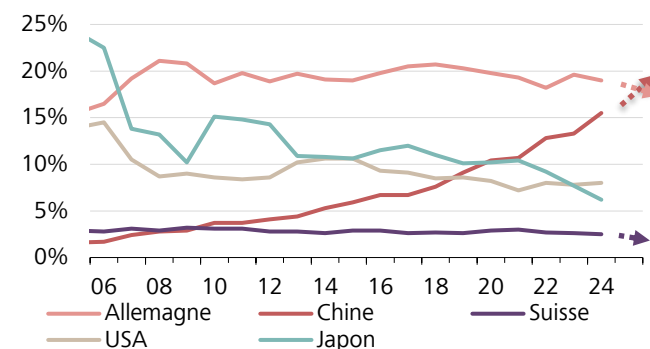


Source: International Trade Center, Harvard, Raiffeisen Economic Research



## MACHINES PERSONNALISÉES

Parts du marché mondial et estimation pour 2025, code HS: 8479



Source: International Trade Center, Raiffeisen Economic Research

## Évolution pousseive des exportations

Après deux trimestres négatifs consécutifs, les exportations se sont légèrement redressées au dernier trimestre 2025. Des impulsions positives sont venues d'Europe et, pour une fois, d'Asie. Toutefois, les exportations vers les États-Unis ont continué de baisser légèrement après la chute enregistrée aux deuxième et troisième trimestres. Sur une base annuelle, le tableau est toutefois différent: en 2025, les exportations américaines ont augmenté en raison d'un fort effet d'anticipation dans le secteur pharmaceutique au premier trimestre. En revanche, les exportations vers l'Asie ont diminué. Les exportations vers l'Europe ont à nouveau progressé et, pour la première fois depuis 2021, le commerce extérieur avec l'Allemagne a également enregistré une hausse. En revanche, en ce qui concerne l'évolution du secteur, le quatrième trimestre a été représentatif de l'ensemble de l'année. En dehors de l'industrie chimique et pharmaceutique, qui représente désormais 53% des exportations, la croissance a de nouveau été quasi inexistante.

## La concurrence chinoise s'intensifie

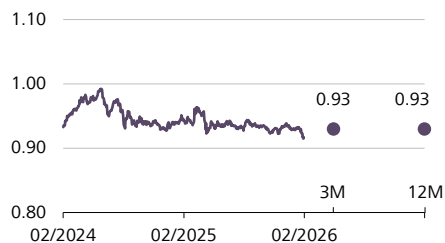
Outre la faiblesse de la conjoncture industrielle mondiale, la concurrence de la Chine pèse sur l'économie exportatrice suisse. Actuellement, cela concerne surtout la construction mécanique, dont les exportations ont diminué pour la deuxième fois consécutive en 2025. En tant qu'industrie de biens d'investissement, cette branche est cyclique et se montre donc sensible au ralentissement des investissements mondiaux. Elle a ainsi subi les effets des droits de douane de plein fouet. La montée en puissance de l'industrie mécanique chinoise, qui s'est accélérée, n'arrange pas les choses. Les exportations chinoises de machines complexes et nécessitant des connaissances spécifiques ont augmenté de 16% en dollars américains en 2025. Il s'agit de machines qui ne sont produites que par quelques fournisseurs et qui, jusqu'à présent, provenaient surtout de pays industrialisés très développés. Les pays concurrents, comme la Suisse, ont connu une évolution négative. La part de marché mondiale de la Chine, qui s'élève à environ 16%, a donc encore nettement augmenté l'année dernière.

Le pays a même détrôné l'Allemagne en tant que leader mondial dans le domaine des machines personnalisées. Celles-ci se basent sur des projets qui nécessitent un échange étroit entre le fabricant et l'utilisateur. La concurrence se base donc en premier lieu sur la capacité à résoudre les problèmes techniques et non sur le prix. La montée en puissance de la Chine dans ce segment n'est plus due à la délocalisation des fabricants japonais, mais reflète un développement autonome des compétences. Les entreprises suisses et allemandes ont certes réussi à maintenir leur part de marché jusqu'à récemment. L'année dernière, leurs exportations ont toutefois baissé de près de 10%, alors que les exportations chinoises (également calculées en CHF) ont augmenté de 17%.

## Monnaies

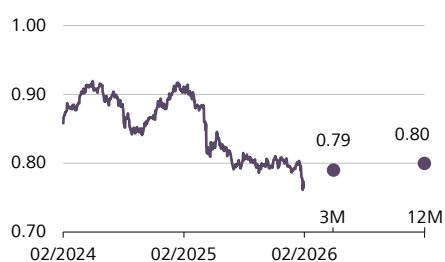


## PRÉVISIONS



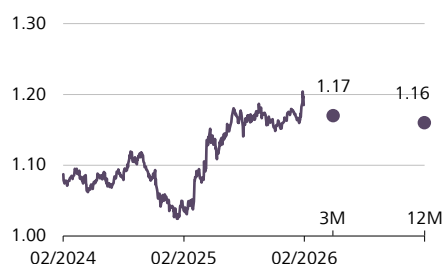
## EUR/CHF

En raison des tensions géopolitiques, l'euro a atteint un plus bas historique par rapport au franc suisse en janvier, si l'on exclut les turbulences consécutives à l'abandon du taux plancher début 2015. A la fin du mois, la perte de valeur s'élevait à 1,3%. La paire de devises EUR / CHF devrait ainsi avoir baissé de façon excessive. Au vu de la stabilité de la conjoncture et du fait que l'inflation se situe dans la fourchette visée par la Banque centrale européenne (BCE), nous partons du principe que le cycle de baisse des taux d'intérêt de cette dernière est terminé. L'avantage en matière de taux d'intérêt qui subsiste ainsi soutient l'euro. Nous avons donc légèrement relevé nos prévisions.



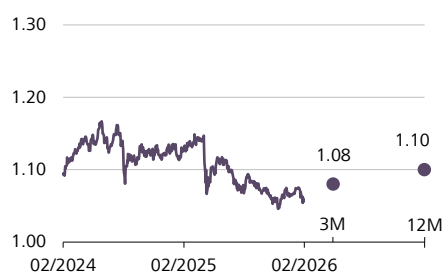
## USD/CHF

A 0.76 franc, le dollar US a temporairement été aussi bon marché en janvier qu'en 2011. A la fin du mois, il en a résulté une baisse de 2,5%. Le billet vert a souffert de l'intervention militaire des Etats-Unis au Venezuela et de leurs plans d'annexion du Groenland ainsi que de l'enquête pénale contre le président de la Fed, Jerome Powell. En revanche, la nomination de Kevin Warsh à la succession de ce dernier a soutenu la monnaie américaine. L'opinion du marché est, en effet, que la politique monétaire pourrait ne pas être aussi souple avec lui qu'avec les autres candidats. La récente évolution du cours de la paire de devises USD / CHF nous semble excessive.



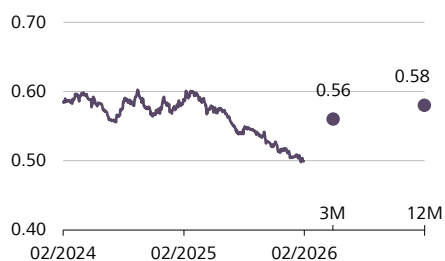
## EUR/USD

Comme le marché l'attendait, tant la BCE que la Réserve fédérale américaine (Fed) ont laissé leurs taux directeurs inchangés. Contrairement à la première, les gardiens de la monnaie américaine devraient encore procéder à une dernière réduction des taux d'un quart de point de pourcentage en cours d'année. L'euro s'est apprécié de 0,9% par rapport au dollar en janvier. Cette hausse est toutefois moins le résultat d'une démonstration de force de la monnaie commune que d'un affaiblissement supplémentaire de la monnaie américaine. Au vu de ce mouvement du marché, nous avons revu légèrement à la hausse notre prévision à trois mois pour le cours EUR / USD.



## GBP/CHF

En Grande-Bretagne, le taux d'inflation était récemment de nouveau un peu plus élevé, à 3,4%. Cela limite la marge de manœuvre de la Bank of England (BoE) pour abaisser les taux directeurs et soutenir ainsi l'économie toujours affaiblie. En conséquence, les autorités monétaires n'ont pas bougé lors de leur réunion sur les taux début février. En début d'année, la livre sterling a cédé une partie de ses gains de cours d'avant Noël par rapport au franc suisse. A notre avis, le cours GBP / CHF intègre encore trop de pessimisme. Nous prévoyons donc une légère hausse pour la paire de devises à trois et douze mois.



## JPY/CHF\*

Malgré des spéculations sur des interventions de la Banque du Japon (BoJ) sur le marché des changes, le yen a poursuivi sa chute par rapport au franc en janvier. Les tensions géopolitiques, qui ont une fois de plus fait de la monnaie helvétique une valeur refuge recherchée, y ont contribué. L'inflation tenace devrait inciter la BoJ à relever à nouveau son taux directeur à moyen terme. Un resserrement significatif de la politique monétaire est toutefois peu probable en raison de la faiblesse conjoncturelle. Dans ce contexte, nous tablons sur une légère reprise du cours JPY / CHF. Mais cela ne changera rien 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
États-Unis	2.5	2.9	2.8	2.2	2.1
Chine**	3.0	5.2	5.0	5.0	4.0
Japon	1.3	0.7	-0.2	1.2	0.8
Monde (PPP)	3.8	3.5	3.3	3.2	2.9

## 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	2.7	3.0
Chine	2.0	0.2	0.2	0.1	0.5
Japon	2.5	3.3	2.7	3.2	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	2.00
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	0.75	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	0.26	0.20	0.50
EUR (Allemagne)	2.02	2.36	2.85	2.80	2.90
USD	3.88	4.57	4.24	4.30	4.50
JPY	0.61	1.09	2.31	2.10	1.90

## Taux de change (fin d'année)

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.92	0.93	0.93
USD/CHF	0.84	0.90	0.77	0.79	0.80
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.49	0.56	0.58
EUR/USD	1.10	1.04	1.19	1.17	1.16
GBP/CHF	1.07	1.14	1.05	1.08	1.10

## Matières premières (fin d'année)

	2023	2024	Actuel.****	Prévision 3M	Prévision 12M
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	77	75	68	60	65
Or (USD/once)	2'063	2'625	4'990	4750	5250

\*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 \*\*\*\* 09.02.2026

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