



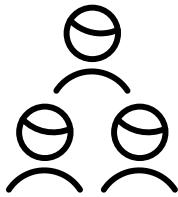
Moniteur économique T1 2026

Peu d'alternatives à la tendance de la dette et au franc fort



Éditeur: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile
Économiste en chef
The Circle 66
8058 Zurich-aéroport



Auteurs

Domagoj Arapovic
Jonas Deplazes

Participation

Fredy Hasenmaile

economic-research@raiffeisen.ch



Date limite de rédaction

27.02.2026

Autres publications Raiffeisen

En cliquant ici, vous pouvez vous abonner à la présente
et aussi d'autres publications de Raiffeisen.

[Lien direct vers le site Web](#)



Editorial et Management Summary

Éditorial

4

Management Summary

5



Prisonniers de la trajectoire de la dette

6



Les exportations suisses défient le franc fort

13



Conclusion

18

Chères lectrices, chers lecteurs,

Les investisseurs, tout comme les entrepreneurs, seraient bien avisés de reconnaître les signes évidents sur les murs et d'interpréter correctement la tendance désastreuse de l'endettement mondial. Des événements importants survenus l'année dernière - comme le marteau douanier américain ou les attaques directes contre l'indépendance de la Réserve fédérale américaine (Fed) – y sont directement liés. Les dettes publiques de nombreux pays industrialisés occidentaux ont atteint des niveaux qui ne peuvent plus être maîtrisés par des mesures « normales ». Les mises en garde quant à la voie sans issue que cela représente sont largement inaudibles. Et les tentatives d'enrayer la tendance échouent – notamment face au manque de consensus sur les mesures d'économie. Les tensions géopolitiques accrues exigent en outre une augmentation des dépenses de défense, ce qui accentue encore davantage la dynamique structurelle de l'endettement. La recherche d'autres solutions « créatives » a donc commencé depuis un certain temps.

Les droits de douane américains ne sont rien d'autre qu'une tentative par l'administration Trump de faire payer au monde la dette des États-Unis ou de dissimuler autant que possible la charge inévitable pour les consommateurs nationaux. En effet, les droits de douane ne sont rien d'autre qu'un impôt qui frappe avant tout les consommateurs des biens soumis aux droits de douane. Les attaques contre l'indépendance de la Fed s'inscrivent également dans ce contexte. Consciente de l'impossibilité d'endiguer la tendance à l'endettement par des moyens traditionnels sans être sanctionnée dans les urnes, l'administration Trump s'attaque à la banque centrale avec une violence inédite. L'accent est mis sur la répression financière. On entend par là les mesures qui allègent le budget de l'État au détriment des épargnants. La plupart du temps, elles consistent à limiter artificiellement les taux d'intérêt nominaux. Les importants achats d'obligations effectués par les banques centrales dans les années 2010 avaient notamment cet objectif, y compris en Europe.

Dans ce « dirty game », il s'agit en fin de compte de savoir qui se salit le moins les mains. Dans ce jeu, c'est clairement la Suisse qui s'en sort le mieux. Grâce au frein à l'endettement, elle ne connaît aucun problème d'endettement. Mais elle n'est pas pour autant tirée d'affaire. D'une part, dans un monde où l'ordre basé sur des règles s'affaiblit, la Suisse risque de devenir une cible même pour les pays amis qui considèrent l'élève modèle comme une provocation. Or, ce qui est encore plus problématique, ce sont les investisseurs qui tentent d'échapper à la répression financière et qui découvrent les qualités « aurifères » du franc suisse. Certains analystes prédisent que la monnaie suisse va continuer à s'apprécier fortement. La probabilité que cela se réalise est inconfortablement élevée. Les entreprises suisses seraient donc bien avisées de ne pas sous-estimer les risques de change et de les gérer activement, du moins à court terme. Cela leur confèrera la sécurité de planification nécessaire pour se spécialiser à terme dans des biens très différenciés et insensibles aux prix - et s'affranchir ainsi au maximum du taux de change.

Je vous souhaite une lecture stimulante de notre Moniteur économique sur la tendance de l'endettement

Fredy Hasenmaile

Économiste en chef de Raiffeisen Suisse

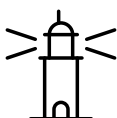
Prisonniers de la trajectoire de la dette



Augmentation structurelle: La dette publique mondiale ne cesse d'augmenter depuis les années 1970. Aujourd'hui, l'évolution est principalement tirée par des évolutions structurelles telles que le vieillissement démographique et l'explosion des dépenses sociales. En outre, les tensions géopolitiques accrues font flamber les dépenses pour la défense.

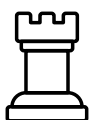


Une marge de manœuvre limitée: Comme de nombreux pays ont déjà des taux d'imposition élevés, il n'y a qu'un potentiel limité de recettes publiques supplémentaires. Une consolidation fiscale à grande échelle semble donc peu réaliste.

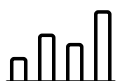


La Suisse, un havre de paix: Dans ce contexte, la répression financière, par ex. par des interventions réglementaires et des taux d'intérêt réels bas, devient un instrument de stabilisation ultime dans de nombreux pays. Mais à long terme, cela renforce la pression à la hausse sur le franc suisse en tant que valeur refuge et ancre du pouvoir d'achat.

Les exportations suisses défient le franc fort



Structures adaptables: Jusqu'à présent, l'économie d'exportation suisse est restée remarquablement robuste malgré une monnaie forte. C'est le résultat d'un changement structurel à long terme vers des biens à forte intensité de connaissances, à forte valeur ajoutée et difficilement substituables.



Une population hétérogène: Alors que les secteurs sensibles aux prix comme le verre, la construction de machines souffrent nettement de la force du franc, d'autres secteurs comme la chimie/pharma, la précision et l'alimentation se montrent largement résistants. Toutefois, la concentration accrue sur un petit nombre de secteurs forts augmente la vulnérabilité aux chocs sectoriels.

Conclusion



Avantage concurrentiel grâce à la spécialisation: La Suisse bénéficie d'une longue tradition en matière de recherche et d'innovation. Des universités de premier plan, des instituts spécialisés ainsi que des clusters spécialisés high-tech contribuent de manière décisive à la compétitivité internationale.



Implications stratégiques: La force persistante du franc et les incertitudes mondiales augmentent la pression d'adaptation sur les entreprises exportatrices suisses. Une spécialisation approfondie, le maintien de la capacité d'innovation ainsi qu'une gestion professionnelle des risques de change sont décisifs. Les entreprises qui ne posent pas ces jalons stratégiques risquent d'être dépassées par le changement structurel.

Prisonniers de la trajectoire de la dette

La viabilité de la dette publique mondiale, qui ne cesse d'augmenter, est de plus en plus remise en question au vu de la charge croissante des intérêts. Des économies sévères, notamment dans les dépenses sociales, ne semblent pas pouvoir réunir une majorité à l'heure actuelle. La seule issue réaliste est quasiment la répression financière, donc la baisse ciblée des taux d'intérêt réels, par exemple par l'achat d'obligations d'État par les banques centrales. Dans ce scénario de base, le franc suisse, ancre du pouvoir d'achat, continue de se renforcer au niveau international et place la Banque nationale dans une situation difficile.

50 ans de dynamique d'endettement mondial

La dette publique globale suit une tendance haussière depuis le milieu des années 1970. Chronologiquement, ceci coïncide avec l'effondrement du système de Bretton Woods, dont le cœur était la convertibilité en or du dollar américain et les taux de change fixes par rapport aux autres monnaies. La disparition de cet ancrage et le passage à un système de monnaie fiduciaire avec des taux de change flexibles ont facilité le maintien de déficits budgétaires sur de longues périodes. Avec l'ouverture et l'approfondissement des marchés internationaux des capitaux, financer la dette est devenu plus facile qu'avant.

Au cours des décennies suivantes, l'augmentation de la dette publique n'a pas été linéaire, mais a été marquée par plusieurs sauts vers le haut dus à la crise. Une première poussée marquante a eu lieu dans les années 1990, notamment au Japon, où l'éclatement de la bulle des prix des actifs a déclenché une longue crise bancaire. Plus tard, la crise financière mondiale et la pandémie ont entraîné d'importantes mesures de stabilisation fiscale, qui ont entraîné une hausse brutale de l'endettement. Cependant, après ces crises, en règle générale, le taux d'endettement n'est pas revenu au niveau antérieur. Dans les pays industrialisés, la crise financière

mondiale a ainsi fait grimper la dette publique à plus de 100 % du PIB. Bien que le niveau des taux d'intérêt ait ensuite été très bas pendant longtemps, il n'a pas été possible de ramener le taux d'endettement en dessous de cette valeur.

En dehors des grandes crises, les déficits budgétaires structurels persistants poussent l'endettement à la hausse. Le principal moteur de l'excédent chronique de dépenses est l'augmentation des dépenses sociales, qui sont de plus en plus difficiles à financer en raison du vieillissement démographique. Voilà 20 ans que les pays industrialisés n'ont pas enregistré d'excédent primaire, c'est-à-dire un solde budgétaire positif avant paiement des intérêts. Depuis la fin du boom des matières premières des années 2000, les pays en voie de développement ne sont pratiquement plus que dans le rouge.

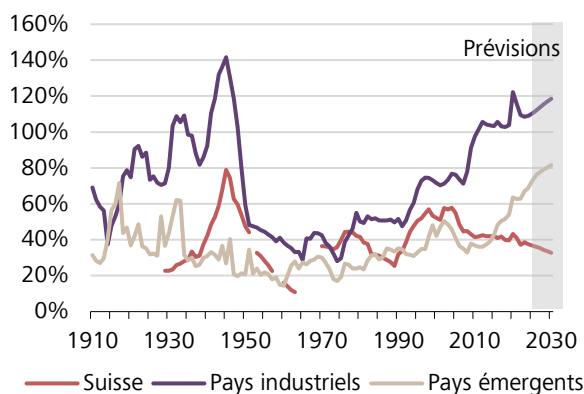
La tendance à l'endettement se poursuit

Tant que la croissance du PIB dépasse suffisamment la charge d'intérêts effective, une baisse du taux d'endettement est possible même sans excédent primaire. Dans de nombreux pays, la croissance économique est actuellement supérieure au coût des intérêts. Les déficits primaires restent toutefois trop élevés pour permettre un renversement durable de la tendance du taux d'endettement.



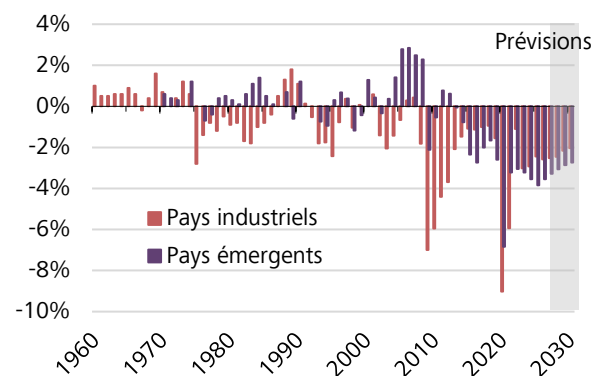
Augmentation de la dette mondiale

Dette brute du secteur public, % du PIB



La discipline budgétaire, c'est du passé

Solde primaire (solde budgétaire hors intérêts), % du PIB



Prisonniers de la trajectoire de la dette

Selon le Fonds monétaire international (FMI), ces derniers devraient certes baisser au cours des prochaines années. Toutefois, dans la plupart des pays, le solde primaire devrait rester nettement négatif et les ratios d'endettement continuer à augmenter. La dette publique mondiale, qui représente actuellement environ 95% du PIB mondial, devrait dépasser 100% d'ici la fin de la décennie, selon les prévisions du FMI. En même temps, le Fonds met en garde contre des risques de hausse significatifs, les prévisions d'endettement antérieures s'étant régulièrement révélées trop optimistes. Cette fois encore, la pression sur les finances publiques pourrait être plus forte que prévu. Le FMI fait notamment référence aux coûts élevés de la transition énergétique, à l'augmentation des besoins financiers de la politique de défense ainsi qu'au risque d'une nouvelle hausse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux.

Nouveaux records - causes structurellement différentes

Le niveau élevé de la dette publique n'est pas un phénomène nouveau. Après la Seconde Guerre mondiale, le taux d'endettement américain a atteint un niveau similaire à celui d'aujourd'hui. Au Royaume-Uni, la dette a dépassé deux fois la barre des 250% au cours des deux derniers siècles. Ce sont des valeurs qui sont mêmes supérieures au ratio actuel de la dette publique du Japon.

Cependant, les montagnes de dettes actuelles sont fondamentalement différentes des phases de fort endettement plus récentes. Elles ne sont pas le résultat de grandes guerres, mais la conséquence de programmes de dépenses à long terme. Parmi les principaux moteurs structurels, se trouvent l'expansion de l'État social, le

vieillesse démographique ainsi que des dépenses de santé en augmentation constante. A cela s'ajoutent désormais des dépenses nettement plus élevées pour la défense en raison de la multiplication des conflits géopolitiques. De plus, le potentiel de recettes publiques supplémentaires est désormais nettement plus faible. Dans la plupart des pays industrialisés, le taux d'imposition se situe déjà à un niveau très élevé, de sorte qu'il est difficile de faire passer de nouvelles augmentations, notamment dans de nombreux pays européens. Dans ces conditions, une réduction conséquente de la dette semble peu probable. En étant réalistes, le véritable défi consiste plutôt à stabiliser les taux d'endettement et à éviter une nouvelle forte hausse.

Cas particulier de la Suisse

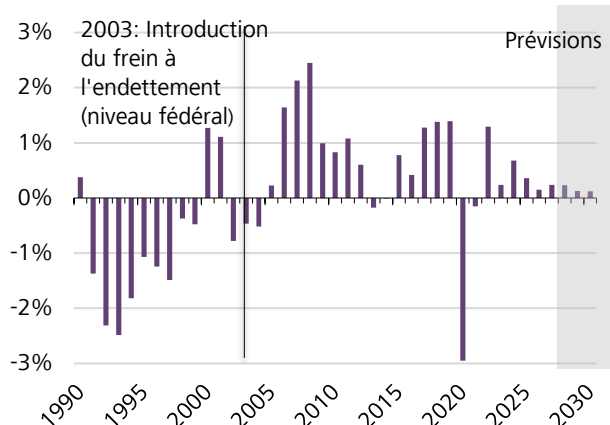
En Suisse, on sait que la tendance à l'endettement est nettement moins prononcée. Jusqu'au tournant du millénaire, les déficits budgétaires et les dettes publiques ont évolué dans une direction similaire à celle de l'étranger. Depuis, le taux d'endettement n'a cessé de diminuer. La raison ? Le frein à l'endettement, introduit en 2003 au niveau national, qui contraint la Confédération à équilibrer son budget sur l'ensemble du cycle conjoncturel. En parallèle, les règles fiscales dans les cantons et les communes ont aussi été renforcées dans les années 2000.

En raison de sa stabilité politique et économique, la Suisse et sa monnaie sont considérées comme des valeurs refuges pour les investisseurs depuis la Première Guerre mondiale. En se détachant de la tendance internationale de la dette, le rôle du franc suisse en tant qu'ancre du pouvoir d'achat et valeur refuge s'est encore renforcé.



Finances publiques suisses stables

Solde primaire en % du PIB, y compris cantons/communes

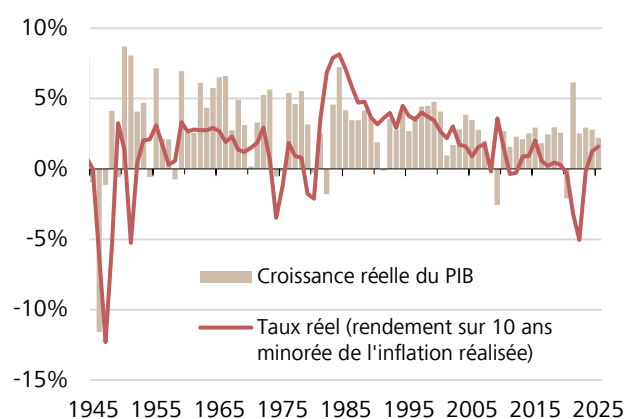


Source: FMI, Raiffeisen Economic Research



La croissance américaine généralement supérieure aux taux d'intérêt

Taux d'intérêt réel sur la base du rendement à 10 ans



Source: Fed, Université de Yale, Raiffeisen Economic Research

Stratégies de stabilisation

En dehors des crises aiguës de la dette, des dettes plus élevées à l'étranger n'entraînent pas nécessairement un renforcement immédiat du franc. Pour l'évolution à long terme du taux de change, il est décisif de savoir si et comment la dette sera rendue viable. Si les marchés des changes s'attendent à ce que la stabilisation du taux d'endettement se fasse en premier lieu par le biais d'une croissance économique réelle ou de graves économies budgétaires, la pression à la baisse sur le franc suisse diminue à nouveau. Si, en revanche, les acteurs du marché partent du principe d'une répression financière, le risque est celui d'une appréciation insidieuse du franc, dont les effets se feront sentir pendant des années. Il s'agit de mesures qui allègent le budget de l'État au détriment des épargnants. Par le passé, les taux d'intérêt nominaux ont par exemple été maintenus artificiellement bas. Dans l'après-guerre, des plafonds de taux d'intérêt et des restrictions des mouvements de capitaux ont été utilisés à cet effet. Dans l'histoire financière récente, les programmes d'achat d'obligations des banques centrales ont eu le même effet, même s'ils n'ont pas été introduits en premier lieu pour financer l'État. En outre, la répression financière peut également avoir un effet implicite lorsque la banque centrale tolère une inflation plus élevée et que les taux d'intérêt réels baissent en conséquence.

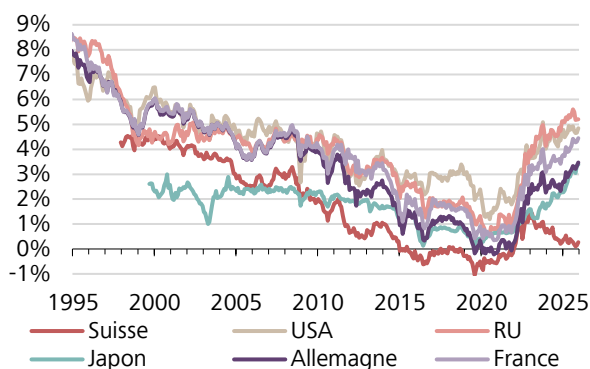
La croissance seule ne suffit pas

Dans la période d'après-guerre, marquée par une forte croissance démographique et des progrès considérables en matière de productivité, la croissance du PIB a largement contribué à réduire la dette publique. Dans un scénario optimiste, les progrès en matière d'intelligence artificielle pourraient entraîner un allègement similaire à l'avenir, mais c'est actuellement encore incertain.



Hausse sensible des taux à long terme

Rendement des obligations d'État avec échéance à 30 ans



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

En tous cas, la croissance économique seule a été insuffisante dans le passé. Aux États-Unis, par ex., le taux d'endettement aurait baissé beaucoup moins fortement après la Seconde Guerre mondiale sans austérité budgétaire et répression financière. Or, la politique a depuis longtemps du mal à contrecarrer l'augmentation des dépenses sociales due à la démographie et craint les mesures d'économie structurelles. Dans ce contexte, il est probable que la répression financière joue à nouveau un rôle central dans la stabilisation des taux d'endettement.

Taux d'intérêt: reflet des risques fiscaux

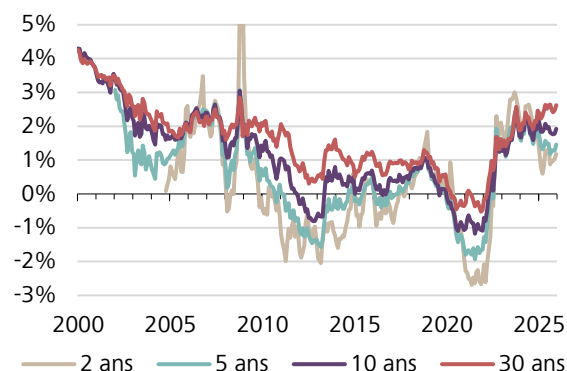
Sur les marchés financiers, les risques fiscaux se reflètent de plus en plus dans des taux d'intérêt à long terme plus élevés. Les rendements des obligations d'État à 30 ans ont augmenté significativement dans de nombreux pays ces dernières années, même après les baisses des taux directs des deux dernières années. La Suisse constitue une rare exception avec une baisse des taux d'intérêt à long terme du marché des capitaux depuis 2022.

Cette hausse reflète notamment l'importance des déficits budgétaires et l'augmentation des volumes d'émission d'obligations d'État. L'un des principaux moteurs des rendements obligataires est la prime de terme (« term premium ») qui compense les investisseurs pour les risques liés aux taux d'intérêt, à l'inflation et à l'incertitude. Elle avait fortement baissé pendant les vastes programmes d'achat d'obligations des banques centrales, mais elle remonte suite à la réduction du bilan des gardiens de la monnaie. Aux risques budgétaires directs s'ajoute une grande incertitude quant à la croissance économique future et à l'évolution de l'inflation. Les investisseurs exigent donc une plus forte indemnisation pour les risques.



Tendance baissière des taux réels

Taux d'intérêt réels américains par échéance



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Attentes inflationnistes stables jusqu'à présent

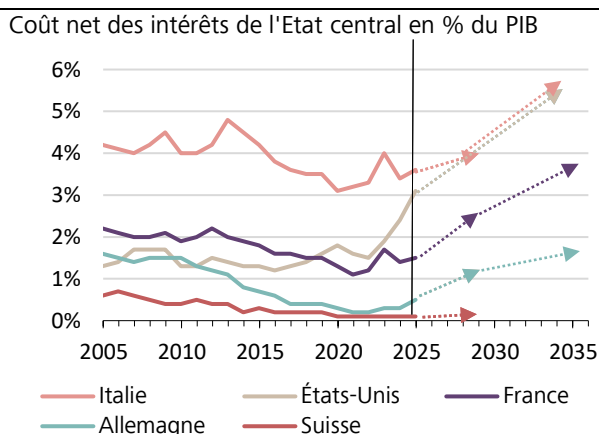
Les anticipations d'inflation continuent toutefois d'évoluer dans une fourchette étroite. Aux États-Unis, le renchérissement est actuellement nettement supérieur à l'objectif d'inflation de la Fed, même si des risques de hausse subsistent en raison de la politique douanière. Les prévisions d'inflation pour les deux années à venir sont donc plus élevées. Les attentes du marché pour le moyen et le long terme sont toutefois plus faibles. Le taux d'inflation moyen implicite du marché pour la période de cinq à dix ans fluctue depuis longtemps autour de 2,5%, ce qui correspond exactement à la moyenne à long terme.

Une stratégie de désendettement basée sur l'inflation n'est donc actuellement pas intégrée par les marchés comme scénario de base. Tant les taux d'intérêt nominaux que les taux d'intérêt réels sont nettement positifs à la marge actuelle sur toutes les échéances sans tendance baissière. On ne s'attend donc pas à une répression financière systématique sur la base d'une inflation plus élevée ou de taux d'intérêt nominaux bas sur le marché financier. Il est toutefois indéniable qu'une certaine nervosité quant à la dette règne sur les marchés et se reflète dans la hausse continue des cotations de l'or.

L'inflation n'est qu'une solution limitée

Le meilleur moyen de réduire le taux d'endettement est de recourir à l'inflation, lorsqu'elle est inattendue. En revanche, si l'inflation est anticipée, le taux d'intérêt nominal du marché des capitaux augmente en général rapidement et les taux d'intérêt réels restent stables. C'est précisément parce que l'on ne s'attend pas actuellement à un désendettement via l'inflation qu'un renchérissement sensiblement plus élevé pourrait entraîner des effets de redistribution significatifs en termes réels.

Coûts d'intérêt américains records

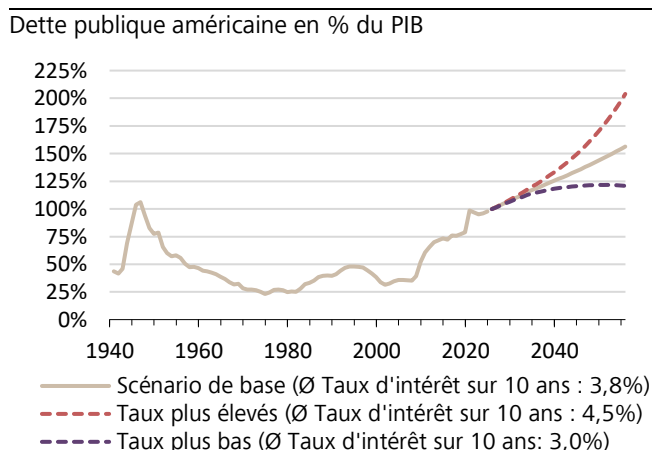


Source: Eurostat, CRFB, COM EU, Raiffeisen Economic Research

Or, les banques centrales peinent à surprendre les marchés sur une longue période. Les prix et les taux d'intérêt s'adaptent plus rapidement que lors des décennies précédentes. De plus, les autorités monétaires misent aujourd'hui sur la prévisibilité. Les surprises sont donc rapidement interprétées par les marchés comme l'indice d'un possible changement de régime monétaire. Après la récente flambée des prix, le marché est de toute façon sensibilisé aux risques d'inflation et remet déjà en question la crédibilité des banques centrales.

Des taux d'inflation plus élevés ne permettent donc que partiellement de stabiliser les ratios d'endettement. La répression financière devrait donc également passer par des mesures qui font baisser le taux d'intérêt nominal, comme par ex. des règles de liquidité et de capital qui conduisent à détenir davantage d'obligations d'État. Les récents changements de réglementation aux États-Unis confirment cette tendance : en 2025, il a notamment été décidé d'assouplir les prescriptions en matière de capital pour les grandes banques afin de permettre l'inscription de davantage d'obligations d'État américaines à leur bilan. Et en Europe, les banques ne sont pas tenues, par exemple, de détenir des fonds propres à titre de provision pour risque pour les obligations d'État qu'elles détiennent dans leur propre portefeuille de titres, ce qui constitue un avantage injustifié. Si la capacité d'endettement est de plus en plus remise en question, la probabilité que les banques centrales et les gouvernements influencent directement le taux d'intérêt nominal augmente aussi. Cela peut se faire par le biais de programmes d'achat d'obligations ou, dans des cas extrêmes, par ex. par le biais de contrôles des mouvements de capitaux pour éviter les fuites de capitaux à l'étranger.

Les taux marquent la trajectoire de la dette



Source: CBO, Raiffeisen Economic Research

Les coûts de l'endettement augmentent

Entre-temps, la hausse des taux d'intérêt à long terme sur le marché des capitaux détériore la capacité d'endettement. Les coûts nets d'intérêt des États-Unis, par ex., ont atteint un record d'après-guerre en 2025, avec un peu plus de 3%. A titre de comparaison, la charge d'intérêts moyenne depuis 1945 s'élève à 1,8%. Et les prévisions pour les prochaines années montrent une nouvelle aggravation. Le « Congressional Budget Office » (CBO) prévoit une augmentation à plus de 4,0% d'ici 2035. Les projections de l'autorité indépendante de contrôle budgétaire reposent toutefois sur des hypothèses optimistes. Elle prévoit par exemple une légère baisse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux pour les prochaines années. De plus, les prévisions se basent sur la législation actuelle qui prévoit l'expiration d'ici quelques années de certaines nouvelles réductions d'impôts de l'administration Trump. L'expérience aux États-Unis et dans d'autres pays industrialisés montre toutefois que les hausses temporaires des dépenses ou les réductions d'impôts sont souvent ancrées de façon permanente. Si cela se reproduit et que les taux d'intérêt du marché des capitaux stagnent au lieu de baisser, les États-Unis risquent d'avoir à supporter des coûts d'intérêt d'au moins 5% du PIB.

En Europe, l'Italie et la France se trouvent sur la même voie. Ici aussi, la charge élevée de la dette, associée à la hausse générale des taux d'intérêt, entraîne une augmentation des coûts de refinancement. Selon le scénario de base de la Commission européenne, la charge d'intérêts augmentera jusqu'à 6% du PIB en Italie au cours des dix prochaines années, et presque jusqu'à 5%

en France. Dans les deux pays, les intérêts de la dette resteront supérieurs à la croissance nominale au cours des prochaines années. La hausse du taux d'endettement devrait donc s'accélérer à nouveau sans coupes douloureuses dans le budget de l'État. La Commission européenne prévoit par exemple que le taux d'endettement de la France passera d'environ 115% à plus de 140% du PIB d'ici 2035.

Domination fiscale croissante

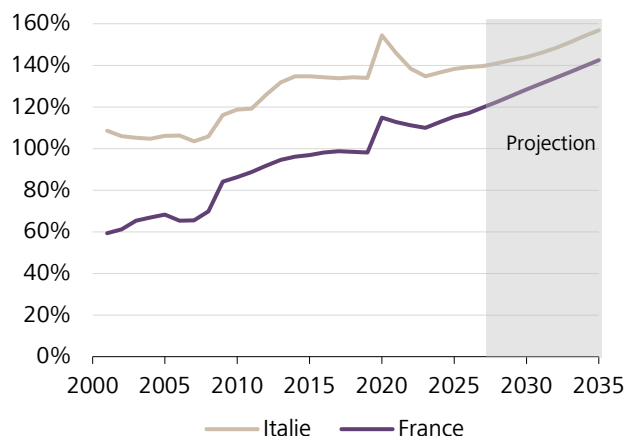
Les projections de la dette et les scénarios de base sont largement influencés par la croissance supposée du PIB. Toutefois, la capacité à supporter la dette dépend également fortement des taux d'intérêt du marché des capitaux. Plus ceux-ci augmentent rapidement, plus il est difficile de stabiliser le taux d'endettement. L'augmentation de l'endettement peut alors avoir un effet auto-amplificateur: une dette plus élevée fait grimper les taux d'intérêt, freine la croissance économique et augmente les dépenses d'intérêt, ce qui aggrave encore la dynamique de la dette. Plus les taux d'intérêt augmentent, plus l'incitation à recourir à la répression financière pour limiter les coûts de financement est grande.

Les attaques de l'administration Trump contre la Fed devraient certes être motivées par des raisons à court terme. Mais même sans pression politique explicite, la capacité d'action de la Fed est de plus en plus limitée: le niveau élevé de la dette publique crée un environnement de domination fiscale dans lequel la politique monétaire doit tenir compte de la viabilité budgétaire. Si elle ne le fait pas, il y a un risque croissant de crise de la dette et financière.



Les enfants à problèmes européens

Dette brute du secteur public, en % du PIB

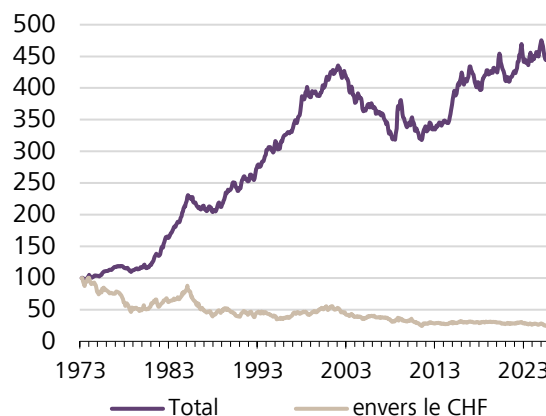


Source: Commission européenne, Raiffeisen Economic Research



Dépréciation à long terme par rapport au CHF

Indice de change effectif nominal du dollar américain



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Prisonniers de la trajectoire de la dette

Crise de confiance au niveau du dollar américain

Le dollar américain a glissé après l'entrée en fonction du président Trump, mais il y a de multiples raisons à cela, et pas seulement les doutes croissants sur la stabilité fiscale. La raison principale de l'affaiblissement du dollar, dont le gouvernement se félicite, est une politique économique et étrangère erratique.

Le taux de change effectif nominal du dollar américain est toutefois resté proche de son plus haut niveau historique au premier trimestre 2026. Il s'agit de la valeur extérieure nominale du billet vert, pondérée par les échanges commerciaux, par rapport à un panier de monnaies de ses principaux partenaires commerciaux. Le dollar américain est toujours considéré comme surévalué par rapport à de nombreuses autres devises, comme l'euro, la livre britannique ou le yen japonais.

L'une des rares exceptions est le franc suisse. Un affaiblissement prolongé du franc par rapport au dollar américain n'est donc pas à exclure. Sans correction de la politique fiscale, une crise de confiance encore plus importante dans le dollar américain semble toutefois probable à moyen terme. Il est impossible de prédire quand le point de basculement se produira ou ce qui le déclenchera. Dans notre scénario de base, les États-Unis utiliseront la répression financière pour tenter de garantir la viabilité de la dette. Cela plaide déjà en faveur de la poursuite de la tendance à long terme à la dépréciation du dollar américain par rapport au franc suisse.

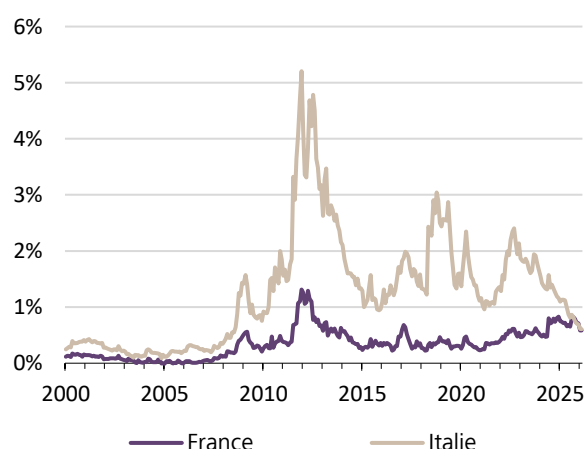
La zone euro est également touchée

Dans les autres pays industrialisés, et notamment dans la zone euro, la mécanique est en principe similaire à celle des États-Unis. Le niveau élevé de la dette publique augmente la vulnérabilité à la hausse des taux d'intérêt et rend difficile la stabilisation des ratios d'endettement. La différence centrale dans l'Union monétaire européenne réside dans la construction institutionnelle. Alors que les États-Unis disposent d'une politique fiscale unique, dans la zone euro, une politique monétaire commune se heurte à des budgets nationaux fortement divergents. La viabilité des finances publiques varie considérablement d'un État membre à l'autre. Et lorsque la viabilité de la dette de certains États est remise en question, le risque de fragmentation augmente. Les marchés testent le maillon le plus faible de la chaîne et les primes de risque s'élargissent. Les marchés financiers et des capitaux peuvent ainsi être mis sous pression plus rapidement qu'aux États-Unis, qui continuent de bénéficier du statut de réserve mondiale. Après la crise de l'euro, de nouveaux instruments ont donc été créés pour réduire le risque d'éclatement de l'union monétaire. Il s'agit notamment des programmes ciblés d'achat d'obligations de la BCE et du Fonds de solidarité de l'Union européenne qui peuvent être réactivés en cas de crise. Actuellement, le risque d'une aggravation de la fragmentation est passé au second plan. Les primes de risque des obligations d'État italiennes ont baissé ces dernières



Faible perception des risques

Différence de rendement par rapport aux emprunts d'État allemands (10 ans)

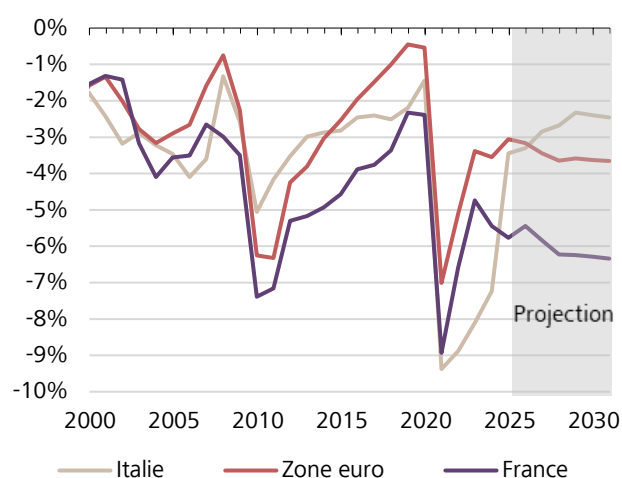


Source: FMI, Raiffeisen Economic Research



Persistence des chiffres rouges dans la zone euro

Solde budgétaire en % du PIB



Source: LSEG, Raiffeisen Economic Research

années et étaient même inférieures à celles des titres d'État français au début de 2026. La marge de manœuvre de la BCE en matière de politique monétaire n'est donc pas limitée pour le moment. L'Italie affiche à nouveau un excédent primaire et le déficit annuel du solde budgétaire global pourrait bientôt passer sous la barre des 3% du PIB. Le contexte d'aversion au risque sur les marchés financiers mondiaux a également contribué à la baisse des écarts de taux des obligations d'État italiennes.

Cependant, la charge d'intérêts du pays est si élevée que le taux d'endettement continue d'augmenter. Selon les estimations de la Commission européenne, elle devrait dépasser 150% du PIB d'ici 2035. Cet exemple illustre le mécanisme d'auto-renforcement d'un taux d'endettement élevé. Si la charge des intérêts est élevée et continue d'augmenter, même les excédents primaires ne peuvent pas nécessairement garantir la viabilité de la dette.

En France, le taux d'endettement est certes plus faible qu'en Italie, mais le gouvernement fait nettement moins d'efforts pour réduire le déficit budgétaire. Le solde primaire est négatif et ne devrait s'améliorer que légèrement au cours des prochaines années. Il est donc probable que la capacité de remboursement de la dette de ces deux pays à problèmes revienne sur le devant de la scène. Si la nervosité du marché obligataire augmente dans ce contexte, le franc suisse devrait à nouveau s'apprécier en raison de son rôle de valeur refuge. La situation fiscale initiale nettement différente plaide toutefois pour des risques de hausse du franc, même en dehors des crises aiguës. La BCE est certes soumise à des contraintes juridiques et politiques plus fortes que la Fed, ce qui rend difficile une répression financière trop évidente. Néanmoins, le niveau élevé de la dette publique, la charge croissante des intérêts et le risque latent de fragmentation limitent aussi indirectement la marge de manœuvre de la politique monétaire dans la zone euro.

Pression structurelle à la hausse sur le franc

Des facteurs macroéconomiques, comme par ex. l'excédent persistant de la balance des paiements courants ou l'importance des avoirs étrangers nets, plaident de toute façon pour une appréciation structurelle du franc. Cependant, l'évolution de la dette à l'étranger devient un facteur d'influence supplémentaire qui plaide en faveur de nouveaux risques de hausse du franc. C'est notamment le cas lorsque la Fed et la BCE doivent intervenir davantage pour stabiliser la trajectoire de la dette.

Comment la Banque nationale suisse (BNS) ou les politiques peuvent-ils y répondre ? Jusqu'à présent, les taux d'intérêt négatifs et les interventions sur le marché des devises étaient au premier plan. Ces deux instruments sont toutefois associés à des effets secondaires majeurs. La BNS veut manifestement les utiliser avec parcimonie. Il existe par ailleurs des concepts alternatifs qui semblent tous encore moins probables. Il s'agit par exemple d'une expansion délibérée de la dette publique, d'interventions extensives dans les mouvements de capitaux, d'une politique inflationniste ciblée, voire d'un abandon de l'autonomie de la politique monétaire. Aucune solution convaincante n'a été identifiée jusqu'à présent et, en parallèle, le débat public n'aborde pas sérieusement la question du risque d'une appréciation encore plus forte du franc.

Les exportations suisses défient le franc fort

Comme nous l'avons montré dans la première partie, peu d'éléments augurent d'un affaiblissement du franc suisse au cours des prochaines années. Pour les entreprises orientées vers l'exportation, la pression se maintient, voire s'accroît. Cette situation n'est pas nouvelle et l'économie d'exportation suisse a déjà fait preuve d'une étonnante résilience par le passé. La raison en est le changement structurel constant qui pousse l'économie d'exportation vers des secteurs où la demande est plus importante que le prix.

Exportation record en 2025

Malgré le conflit commercial avec les États-Unis, une année globalement turbulente pour le commerce extérieur et un affaiblissement sensible du-dollar américain, les exportations suisses ont porté en 2025 sur une valeur de 287 milliards de francs, un niveau inédit. Le commerce extérieur suisse a donc une fois de plus fait preuve d'une remarquable résistance, même si les perspectives restent incertaines en raison des tensions géopolitiques et de l'affaiblissement de la conjoncture mondiale.

Les moteurs de la demande et de la compétitivité

L'évolution des exportations suisses de marchandises est essentiellement déterminée par deux facteurs : la demande mondiale et la compétitivité des entreprises. Alors que la première dépend fortement de l'évolution de la conjoncture économique mondiale, la compétitivité est influencée à court terme notamment par le taux de change et le comportement des entreprises en matière de fixation des prix.

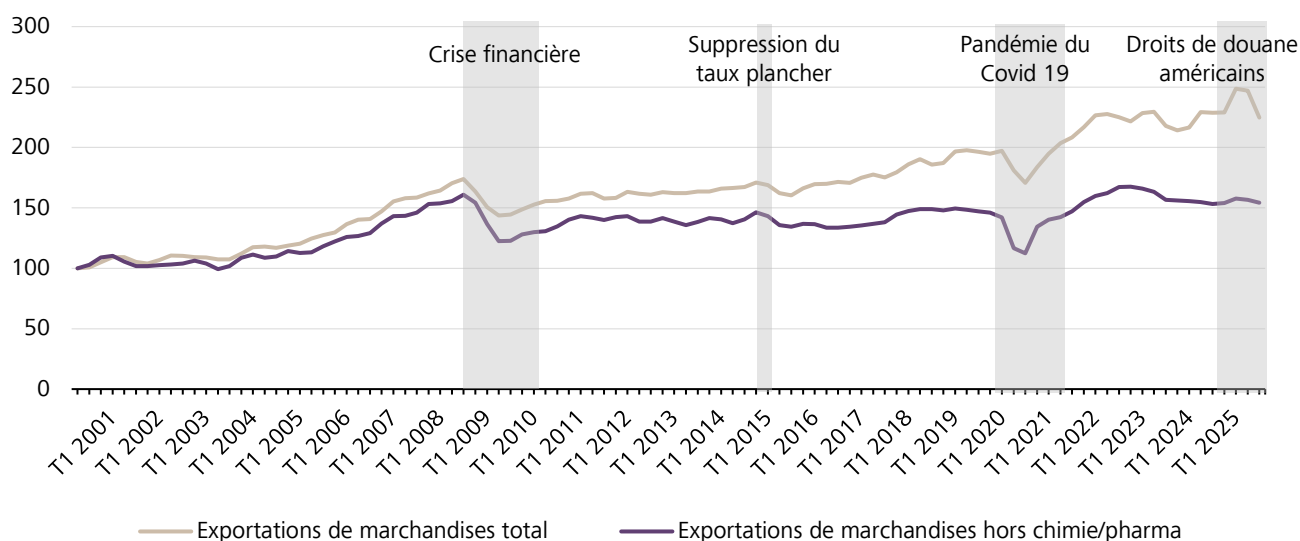
Fluctuations de la demande et taux d'échange

Ces dernières décennies, l'économie d'exportation suisse a subi des pressions considérables. Après l'effondrement de la demande pendant la crise financière de 2008/2009, le franc s'est apprécié pendant des années, ce qui a affaibli la compétitivité de nombreuses entreprises exportatrices. L'introduction du taux de change minimum de l'euro en 2011 a certes apporté une stabilité temporaire, mais la zone euro est rapidement entrée en récession, ce qui a de nouveau sensiblement freiné la demande. Avec l'abolition du taux plancher en janvier 2015, le franc s'est brusquement fortement apprécié, mettant à nouveau l'industrie sous pression. La pandémie a, quant à elle, entraîné une chute de la demande mondiale dont les marchés se sont toutefois rapidement remis. À partir de 2022, la demande, en particulier en provenance d'Allemagne, s'est sensiblement affaiblie, tandis que les coûts de l'énergie ont fortement augmenté. En 2025, le conflit commercial déclenché par les États-Unis a généré des incertitudes supplémentaires.



Exportations suisses : tirées par l'industrie chimique et pharmaceutique

Exportations suisses de marchandises hors or, moyenne glissante sur 2 trimestres, indexée (2000 = 100)

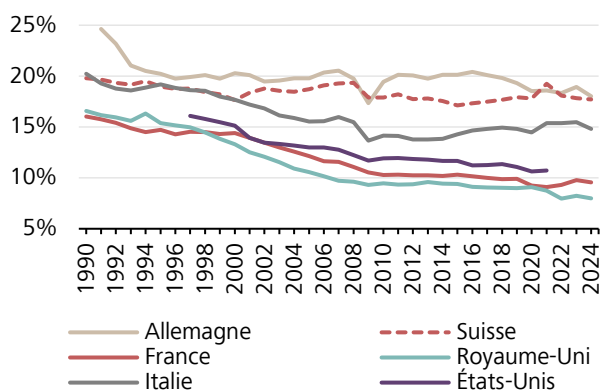


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



Contribution stable de l'industrie suisse

Part de la valeur ajoutée de l'industrie manufacturière, en % de la valeur ajoutée de l'économie dans son ensemble

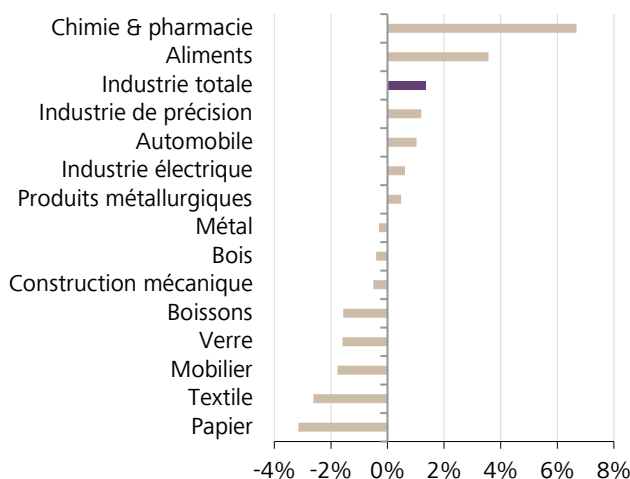


Source: Banque mondiale, Raiffeisen Economic Research



Croissance hétérogène des exportations

Croissance annuelle moyenne des exportations 2012-2025

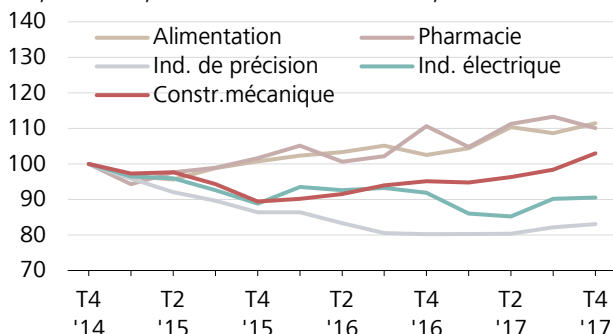


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



Choc monétaire différent

Evolution des exportations dans des branches sélectionnées, indexées, réelles et désaisonnalisées, 2014T4 = 100



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

Industrie résistante

En théorie, le franc de plus en plus fort et la pression sur les prix qui en découle devraient conduire à une délocalisation à grande échelle de la production industrielle à l'étranger. Les chiffres montrent toutefois une autre image. Certes, la part de l'industrie manufacturière dans la valeur ajoutée suisse a baissé dans les années 1990, mais elle se maintient depuis à un peu moins de 20%.

L'industrie suisse se révèle ainsi résistante en comparaison internationale. L'Allemagne, qui partait d'un niveau plus élevé, s'est progressivement rapprochée du taux suisse. En revanche, en France et au Royaume-Uni, les pourcentages sont tombés en dessous de 10%, soit environ la moitié de ceux de la Suisse.

La croissance tirée par la chimie et la pharma

L'industrie chimique et pharmaceutique est un moteur essentiel de la forte évolution des exportations. Leur part dans la valeur totale des exportations a continué d'augmenter à chaque crise pour atteindre environ 53% en 2025, soit plus de la moitié des exportations. Depuis 2012, le secteur a connu une croissance moyenne d'environ 7% par an, contribuant ainsi largement à la croissance globale des exportations. Sans le « boost de l'industrie pharmaceutique », les exportations suisses seraient aujourd'hui à peu près au même niveau qu'avant la crise financière de 2008.

Le secteur chimique et pharmaceutique n'est toutefois pas le seul moteur de croissance. L'industrie alimentaire, de précision ainsi que l'industrie automobile et électrique ont aussi contribué à l'évolution positive depuis 2012.

Autres secteurs en mutation structurelle

Les autres secteurs d'exportation ont connu une évolution nettement plus faible. La construction mécanique, la métallurgie et l'industrie des boissons enregistrent des baisses sensibles depuis plusieurs années. La pression sur les prix était particulièrement forte dans les petites industries aux produits moins complexes ou plus interchangeables, comme le textile, le papier ou le mobilier.

Cette évolution reflète un changement structurel. La base industrielle se déplace encore plus vers des biens à forte intensité de connaissance et de technologie, qui sont plus compétitifs au niveau international. Les secteurs qui disposent d'une capacité d'innovation moindre ou dont les produits peuvent être plus facilement remplacés sont mis sous pression.

Exportations davantage tirées par la demande

L'évolution des exportations suisses est essentiellement tirée par deux facteurs majeurs: la demande étrangère et la compétitivité. Une forte demande étrangère soutient l'activité d'exportation, tandis qu'un franc fort augmente la pression sur les prix et diminue la compétitivité. Pour mesurer la sensibilité des exportations aux variations de ces deux grandeurs, les économistes utilisent ce qu'ils appellent des élasticités. **L'élasticité de la demande** décrit dans quelle mesure les exportations augmentent lorsque le PIB étranger augmente de 1%. **L'élasticité du taux de change** mesure la baisse des exportations lorsque le franc s'apprécie de 1%.

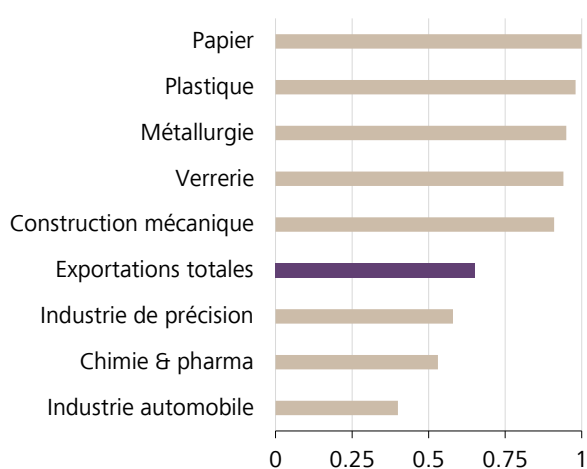
Une analyse détaillée de ces interactions se trouve notamment dans l'étude de Hanslin-Grossmann, Lein et Schmidt (2016). Leurs résultats montrent qu'à long terme, les exportations suisses réagissent nettement plus à la demande étrangère qu'aux mouvements des taux de change.

Selon l'étude, l'élasticité de la demande est d'environ 1,5, alors que l'élasticité du taux de change à long terme est nettement plus faible, à environ 0,65. Cela signifie que si l'économie étrangère croît de 1%, les exportations suisses augmentent à long terme d'environ 1,5%. Si le franc s'apprécie de 1%, les exportations diminuent à long terme d'environ 0,65%. La demande mondiale est donc plus importante que le taux de change pour le développement des exportations.



Sensibilité variable aux devises

Élasticité du taux de change à long terme par secteur



Source: Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research

Des sensibilités différentes selon les secteurs

Les branches exportatrices suisses présentent des élasticités très différentes dans l'étude. Cela permet d'expliquer les tendances des années suivantes et donc de prédire déjà l'évolution ultérieure.

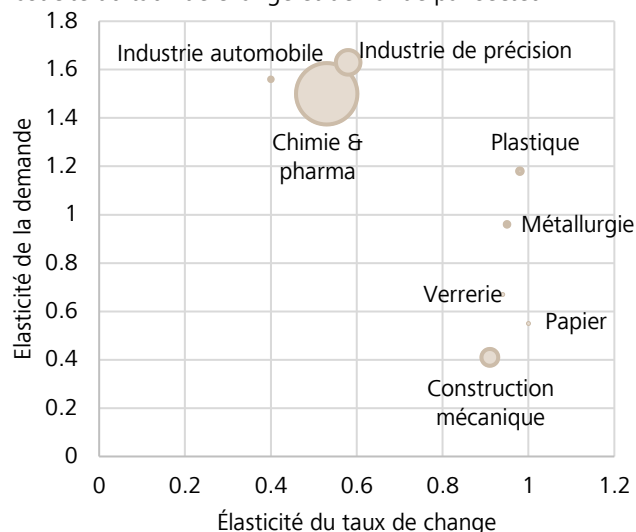
Des secteurs comme la chimie et la pharma, l'automobile ainsi que l'industrie de précision, y compris l'horlogerie, sont nettement plus tirés par la demande tout en étant relativement inélastiques en termes de prix. Leurs exportations ne réagissent guère à une appréciation du franc, mais profitent fortement de la croissance de la demande mondiale. En conséquence, ces domaines ont encore gagné en importance au cours des dernières années.

A l'inverse, certains secteurs sont très sensibles aux taux de change, comme par exemple les fabricants de papier, de plastique ou de verre. Ils ont perdu en importance au fil du temps, ce qui est cohérent avec leur plus grande élasticité au taux de change. Ils ne représentent aujourd'hui qu'une petite partie de l'économie d'exportation suisse. L'ingénierie mécanique est un cas particulier. Avec une part d'exportation de 7% en 2025, il fait toujours partie des secteurs importants, mais c'est le seul grand secteur à présenter une sensibilité au taux de change plus élevée que la dépendance à la demande. Cela se reflète également dans l'évolution: avant 2015, sa part était encore supérieure à 10%, mais depuis, elle a visiblement diminué.



Tiré par la demande ou par les prix

Élasticité du taux de change et demande par secteur

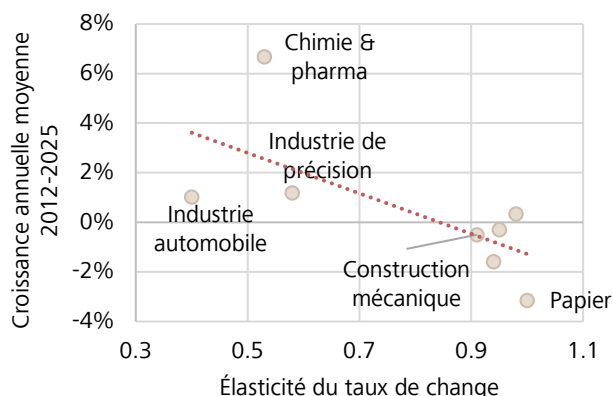


Source: Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



Le taux de change freine la croissance

Croissance et élasticité du taux de change par secteur

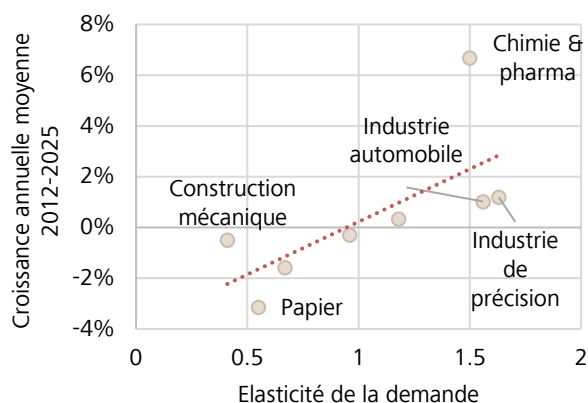


Source: OFDF, Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



La demande stimule la croissance

Croissance et élasticité de la demande par secteur

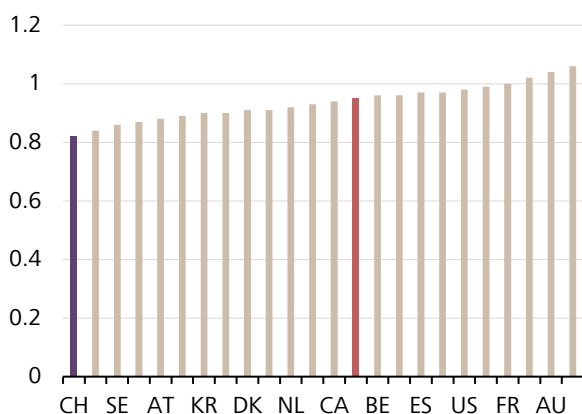


Source: OFDF, Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



Mix d'export. limite l'impact des devises

Elasticité des exportations par rapport au taux de change, comparaison entre pays



Source: Auer & Sauré, Raiffeisen Economic Research

Indicateur précoce du changement structurel

La structure d'élasticité des secteurs explique remarquablement bien le changement structurel qui en découle: les biens tirés par la demande ont pu renforcer leur position, tandis que les biens sensibles aux prix ou aux taux de change ont perdu leur importance relative. Dans l'étude, qui couvre les données de 1989 à 2014, la relation à long terme entre l'élasticité du taux de change et la variation des parts d'exportation est certes négative, mais statistiquement faible. Avec des chiffres plus récents, le schéma attendu apparaît plus clairement. La pression persistante sur les taux de change se reflète de plus en plus dans la structure des exportations, qui continue de s'orienter vers des biens résistants aux prix.

La demande domine la croissance à long terme

Ce qui est nettement plus clair et significatif dans l'étude est la relation à long terme entre l'élasticité de la demande et l'évolution des parts d'exportation. Près de 75% des différences dans la croissance sectorielle s'explique par l'ampleur de l'élasticité à long terme. La part des secteurs qui réagissent fortement à la croissance étrangère à terme a explosé dans la part des exportations totales - un schéma toujours visible dans les données actuelles.

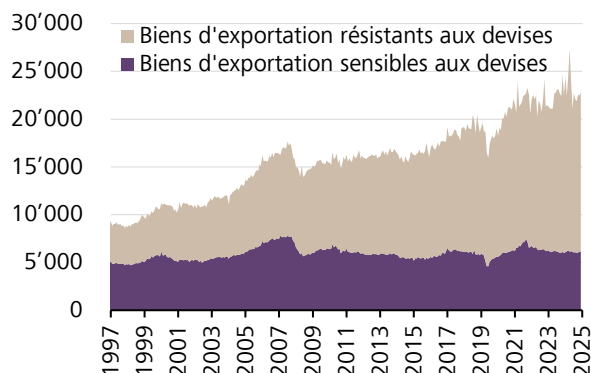
Résistance grâce au mix d'exportations

Auer & Sauré (2011) montrent que la robustesse des exportations suisses dans les phases de forte appréciation du franc s'explique en premier lieu par le mix d'exportations. La Suisse affiche une spécialisation supérieure à la moyenne dans les biens peu sensibles aux prix et très différenciés (instruments de précision, montres, produits pharmaceutiques, etc.). Le volume total des exportations est bien moins sensible aux variations des taux de change. Les données collectées de 1972 à 2000 permettent d'estimer l'élasticité du taux de change à environ 0,8. Hanslin-Grossmann, Lein et Schmidt (2016) estiment qu'à terme, elle sera plus faible encore (environ 0,65), avec des données de 1989 à 2014. Aujourd'hui, la spécialisation suisse en biens inélastiques en termes de prix est plus marquée, réduisant encore plus l'élasticité du taux de change. Depuis des années, le franc fort agit comme un programme de fitness pour l'économie suisse, obligeant les entreprises à accroître leur productivité et à se spécialiser, accélérant le changement structurel vers des exportations à forte intensité de connaissances et inélastiques en termes de prix.



Stagnation des biens sensibles

Exportations selon la sensibilité aux devises, millions de CHF

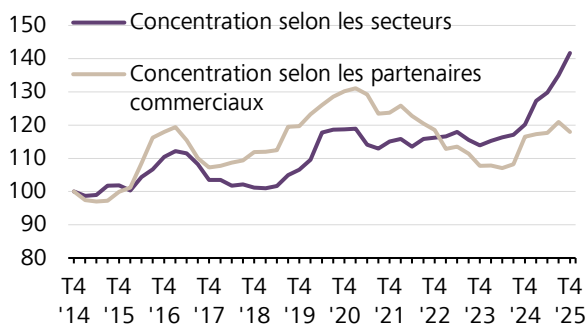


Source: BNS, Raiffeisen Economic Research



Hausse de la concentration.

Indice de Herfindahl des exportations suisses de biens

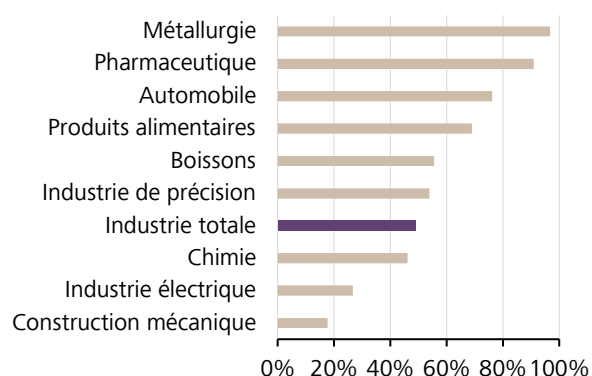


Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research



Domination de peu d'entreprises

Part des cinq premières entreprises exportatrices dans le volume des exportations par branche, 2023



Source: OFDF, Raiffeisen Economic Research

Stagnation des exportations sensibles aux taux d'échange

Le revers de la médaille de cette grande stabilité des taux de change de certains secteurs phares sont les difficultés rencontrées par les segments sensibles aux fluctuations monétaires, ils stagnent quasiment depuis la fin des années 1990. Leurs produits sont fortement impactés par les prix et facilement substituables, l'appréciation du franc fait donc baisser la demande. Il en résulte de longues périodes de stagnation voire de baisse, même lorsque les exportations totales atteignent de nouveaux sommets. Pour les entreprises concernées, il en résulte une pression constante sur les coûts et un risque accru de délocalisation vers des zones monétaires plus favorables.

Concentration accrue du mix d'exportations

La mutation structurelle s'accompagne d'une augmentation du degré de concentration du mix d'exportations, mesuré à l'aide de l'indice Herfindahl sur les secteurs et les débouchés. Plus l'indice est élevé, plus les exportations se concentrent sur un nombre réduit de secteurs. L'un des principaux moteurs de cette évolution est le poids toujours plus important de l'industrie pharmaceutique, dont la part des exportations a récemment grimpé en flèche. Si la Suisse continue de battre des records à l'exportation, elle dépend davantage d'un petit nombre de secteurs et de marchés cibles. La fragilité de cette concentration s'est révélée en 2025, lorsque la menace de droits de douane pharmaceutiques a fortement pesé sur la politique suisse.

Domination de peu d'entreprises

Dans plusieurs grandes branches d'exportation, la performance est en outre fortement concentrée sur quelques entreprises. Selon l'Office fédéral des douanes et de la sécurité des frontières (OFDF), le top 5 des entreprises représente plus de 90% des exportations dans la métallurgie et la pharma. Cette forte concentration reflète le succès de ces vedettes, mais accroît la dépendance envers elles et donc le risque que des événements isolés aient un impact plus important sur l'économie globale. Globalement, les mutations structurelles ont accru la résistance de l'économie d'exportation suisse, tout en aggravant la dépendance envers un petit nombre de branches et d'entreprises. A l'avenir, il faudra en outre que les entreprises suisses puissent s'affirmer dans des domaines technologiques établis et nouveaux face à l'émergence de nouveaux acteurs comme la Chine.

La force de la Suisse dans un monde endetté

En raison du niveau élevé de la dette publique, de nombreux pays dépendent de plus en plus de taux d'intérêt réels bas ou de formes de répression financière pour maintenir la stabilité de leur budget. A cet égard, la Suisse se distingue comme un élève modèle en matière de politique fiscale, ce qui renforce le rôle de « valeur refuge » du franc et laisse présager une poursuite de l'appréciation du franc. En parallèle, l'économie d'exportation suisse fait preuve d'une remarquable résistance. Les secteurs à forte intensité de connaissances et inélastiques aux prix ont vu leur importance s'accroître, tandis que les secteurs sensibles aux prix ont été mis sous pression. Cette mutation structurelle vers des biens spécialisés et à forte intensité de connaissances se poursuivra sans relâche. Seules les entreprises qui s'orientent en fonction de la demande et gèrent consciemment les risques de change pourront subsister à long terme.

Mutation structurelle dans un contexte mondial

Le niveau d'endettement mondial ne cesse d'augmenter depuis les années 1970 et devrait continuer à croître. Aujourd'hui, les moteurs sont avant tout des facteurs structurels tels que le vieillissement démographique et la hausse des dépenses sociales. Comme de nombreux pays ont déjà des taux d'imposition élevés, le potentiel de recettes publiques supplémentaires est faible. Une réduction conséquente de la dette semble donc irréaliste, et la répression financière devrait donc devenir un moyen de stabilisation durable dans de nombreux pays.

Pour la Suisse, cela signifie : grâce au frein à l'endettement, à la solidité fiscale et à la faible charge d'intérêts nette, le franc reste une valeur refuge attrayante. Dans ce contexte, il ne faut pas s'attendre à un affaiblissement durable et significatif du franc.

Déplacement vers les atouts à forte intensité de connaissances

L'économie d'exportation suisse s'est montrée étonnamment résistante au cours des deux dernières décennies. Malgré un franc toujours fort, les exportations ont atteint un niveau record en 2025.

Le mix d'exportations s'est de plus en plus déplacé vers des biens à haute valeur ajoutée, à forte intensité de connaissances et difficilement substituables. L'industrie pharmaceutique et l'industrie de précision, en particulier, sont nettement moins sensibles aux mouvements des taux de change, car elles sont davantage tirées par la demande mondiale. Leur expansion constante - favorisée par des tendances de croissance à long terme - renforce sensiblement les exportations globales. En parallèlement, les secteurs sensibles aux prix comme la construction mécanique, la métallurgie, le verre et le textile perdent de leur importance.

Avec la spécialisation croissante, la concentration des exportations de la Suisse augmente aussi et conduit à un regroupement plus fort de la création de valeur sur quelques branches centrales, souvent portées par seulement quelques entreprises. Cette évolution augmente d'une part la robustesse face aux fluctuations des taux de change, mais crée d'autre part de nouvelles vulnérabilités. Les chocs sectoriels peuvent avoir un impact beaucoup plus important, comme l'a montré le débat sur l'éventualité de droits de douane sur les produits pharmaceutiques.

Focalisation sur la demande et stratégie de change

Sur le long terme, la demande mondiale reste le moteur essentiel du succès des exportations suisses. Même les entreprises des secteurs plus sensibles aux taux de change peuvent maintenir leur position, à condition de proposer des produits difficilement substituables et de s'orienter systématiquement vers les besoins de leur clientèle internationale.

Cependant, à court terme, les fluctuations des taux de change représentent une charge sensible pour toutes les entreprises. C'est d'autant plus vrai dans un contexte où le franc a structurellement tendance à se renforcer. Il est donc d'autant plus important de suivre une stratégie claire pour gérer ce risque : les entreprises doivent être conscientes de la pertinence du taux de change et utiliser des instruments de couverture adaptés. Les risques de change étant réduits, ils bénéficient d'une sécurité de planification, ce qui leur permet de se concentrer sur l'évolution de la demande à long terme. Les entreprises qui s'orientent vers la demande, proposent des produits difficilement substituables et maîtrisent le risque de change résisteront à l'ère de la dette et à la force persistante du franc.

Mention légale

Pas d'offre

Les contenus publiés dans cette publication sont fournis à titre d'information uniquement. Elles ne constituent donc ni une offre au sens juridique du terme, ni une invitation ou une recommandation à acheter ou à vendre des instruments de placement. Cette publication ne constitue pas une annonce de cotation ni un prospectus d'émission au sens de l'art. 652a ou de l'art. 1156 CO. Les conditions complètes, qui seules font foi, ainsi que les informations détaillées sur les risques liés à ces produits figurent dans le prospectus de cotation correspondant. En raison de restrictions légales dans certains Etats, ces informations ne s'adressent pas aux personnes de nationalité ou résidant dans un Etat dans lequel l'autorisation des produits décrits dans cette publication est limitée.

Cette publication n'est pas destinée à fournir des conseils d'investissement à l'utilisateur, ni à l'aider à prendre des décisions d'investissement. Les investissements dans les placements décrits ici ne devraient être effectués qu'après avoir reçu des conseils appropriés de la part du client et/ou après avoir étudié les prospectus de vente juridiquement contraignants. Les décisions prises sur la base de la présente publication le sont au seul risque de l'investisseur.

Pas de responsabilité

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft prend toutes les mesures raisonnables pour garantir la fiabilité des données présentées. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft ne garantit toutefois pas l'actualité, l'exactitude et l'exhaustivité des informations publiées dans cette publication.

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft décline toute responsabilité pour d'éventuelles pertes ou dommages (directs, indirects ou consécutifs) causés par la distribution de cette publication ou de son contenu ou liés à la distribution de cette publication. En particulier, elle n'est pas 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 la présente publication.