BANQUE MIGROS



APERÇU MACROÉCO-NOMIQUE

SEPTEMBRE 2025

En eaux agitées

Sommaire

03 **En bref**

Vers un autre point focal

04 **Conjoncture**

Zone de turbulences en Europe

05 **Politique monétaire**

La Fed sous le feu des projecteurs

06 **Taux d'intérêt**

Risques budgétaires en point de mire

07 **Monnaies**

Le franc, solide comme un roc

Vers un autre point focal

L'inconstance de Donald Trump et sa politique douanière et commerciale tout aussi volatile ont retenu notre attention dans les deux derniers numéro . Mais si l'on se détache quelque peu du président américain, des faits remarquables se révèlent. L'économie a résisté à toutes les prévisions pessimistes. Certes, la situation sur le marché du travail se refroidit, mais la poussée inflationniste évoquée se fait attendre, tout comme la récession que craignaient de nombreux analystes. Au contraire, on peut à nouveau tabler sur une croissance extrêmement soutenue pour le trimestre en cours. Le pays dont on annonçait le déclin semble non seulement faire de la résistance, mais jouit en plus d'une bonne santé.

L'Europe est loin d'être aussi robuste. Il suffit de se pencher sur ses trois plus grandes économies pour le constater: l'Allemagne ne sort pas de la crise même avec un nouveau gouvernement, la France dans une paralysie politique, et l'Italie ne surmonte pas sa faiblesse de croissance notoire malgré le gouvernement Meloni, plus stable que prévu.

Douanier avec les États-Unis. Il semble que les opinions divergent sur ce qu'est un accord. Mais voilà: au vu des rapports de force économiques et militaires, la souveraineté d'interprétation relève de Washington, et non de l'Europe.

Attisement possible du conflit douanier, dépenses de défense astronomiques conjuguées au surendettement galopant, faiblesse structurelle de la croissance: l'éventualité d'une violente tempête commence aussi à être prise au sérieux par les marchés financiers. Comment expliquer sinon qu'en Europe, les primes de risque soient remontées au niveau atteint pendant la crise de l'euro?

Voilà qui renforce les craintes d'une mise à l'épreuve pour l'Union monétaire. Si les pages suivantes ne permettront pas de les dissiper, elles vous aideront au moins à mieux les comprendre. Dans cet esprit, je vous souhaite une lecture apaisée et éclairante.



Santosh Brivio
Senior Economist

Conjoncture

L'environnement conjoncturel reste difficile en Suisse. L'Europe est toujours au ralenti et les droits de douane grèvent les échanges avec les États-Unis, lesquels affichent une croissance insolente.

Taux d'intérêt

À l'étranger, les risques budgétaires reviennent sur le devant de la scène. Les inquiétudes quant aux finances publiques dans la zone euro poussent les taux d'intérêt à la hausse, tandis que la mer est d'huile en Suisse.

Politique monétaire

Nous ne tablons sur aucune baisse des taux en septembre. Malgré les prévisions du marché, la Fed devrait encore attendre, de manière à rester fidèle à l'approche fondée sur les données.

Monnaies

Le franc suisse reste prisé en période d'incertitude. Il ne va donc pas perdre de sitôt sa vigueur face à l'euro et au dollar.

Zone de turbulences en Europe

Sur les marchés des capitaux, l'inquiétude grandit à l'égard de l'Europe. Parmi les préoccupations, la croissance malsaine de l'endettement sur fond de faiblesse conjoncturelle occupe une place grandissante. Une faiblesse conjoncturelle qui se fait également sentir en Suisse depuis un certain temps.

Les perspectives quant aux **États-Unis** sont en demi-teinte. D'une part, les agissements douteux de l'administration Trump sur le plan réglementaire se multiplient. Des décisions présidentielles concernant le personnel de la Fed aux licenciement de chefs de département impopulaires en passant par la nationalisation partielle (Intel) et la participation «forcée» aux bénéfices (Nvidia), les fondements des États-Unis en tant qu'économie libérale par excellence s'effritent inexorablement.

Mais, d'autre part, l'Amérique ne semble pas avoir fait son temps en tant que locomotive du monde (occidental). Jusqu'à présent, la politique douanière de Donald Trump n'a pas (encore?) eu d'effet boomerang. Le premier trimestre mal emmanché s'est révélé être une exception, et l'économie américaine a clairement renoué avec la croissance au deuxième trimestre. Malgré le ralentissement du marché du travail, la conjoncture ne présente pas de signe d'effondrement et devrait terminer l'année en cours à un niveau au moins égal à 1,7%.

Une situation dont l'**Europe** ne peut que rêver, où les problèmes structurels et réglementaires persistants qui entravent la croissance. L'Allemagne ne parvient pas à surmonter les symptômes de paralysie qui perdurent depuis trois ans. La France se dirige à nouveau vers un blocage politique qui bloquer les réformes nécessaires. La situation budgétaire précaire s'aggrave donc, et la Grande Nation a des compagnons d'infortune en Europe. À commencer par l'Italie qui affiche un endettement préoccupant (environ 135% de son PIB). Les critères de Maastricht sont des tigres de papier et la volonté d'austérité est un vestige du passé. Des milliards supplémentaires sont dépensés en particulier pour la défense et la transition énergétique. Cette prodigalité devient de plus en plus problématique dans un contexte de conjoncture atone, et affecte toujours davantage les marchés financiers. Bon nombre de primes de risque sur les emprunts d'État ont atteint les niveaux observés lors de la crise de l'euro de 2010. Même si nous ne prévoyons pas de nouvelle mise à l'épreuve dans l'immédiat, les inquiétudes sur les marchés des capitaux ne trompent pas: l'Europe sent sérieusement le roussi.

La **Suisse** le ressent depuis longtemps. Notre économie extérieure est sous pression depuis bien avant le coup de massue douanier américain. La fermeté du franc et la morosité de la conjoncture européenne bloquent les impulsions urgemment nécessaires. Et la situation ne changera pas à l'automne. Notre économie nationale reste livrée à elle-même; la demande intérieure est donc essentielle. Et comme celle-ci se montre robuste, nous considérons que le risque d'une véritable récession est faible. Une croissance annuelle d'environ 1,5% est toujours réaliste et inférieur au potentiel. Toutefois, compte tenu des droits de douane, des incertitudes qui planent sur le pilier qu'est le secteur pharmaceutique et des difficultés que rencontre l'Europe, une croissance plus forte reste illusoire. Cette période tumultueuse en Europe ne devrait pas affecter directement la Suisse. Mais elle ne fait pas souffler de vents favorables non plus.



Santosh Brivio
Senior Economist

La Fed sous le feu des projecteurs

Im September nehmen die Zentralbanken die Sitzungen wieder auf. Wir rechnen aber mit keiner Zinssenkung. Dies steht jedoch quer zu den Markterwartungen für die Fed und könnte für Unruhe an den Finanzmärkten sorgen.

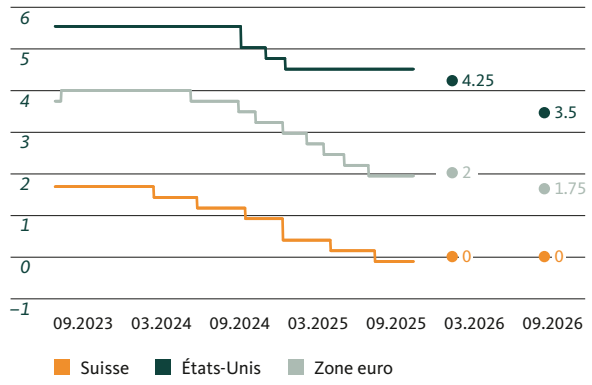
Les prévisions du marché sont claires: après une longue pause, la Fed abaissera son taux directeur le 17 septembre. De fait, lors de la conférence de Jackson Hole en août, Jerome Powell a largement ouvert la porte à une baisse des taux. Le président de la **Fed** a déclaré qu'il pourrait bientôt être opportun de réagir au ralentissement du marché du travail américain en assouplissant la politique monétaire. Mais même si l'hétérogénéité des opinions au sein du comité de politique monétaire (FOMC) a augmenté, nous pensons que la Fed va maintenir le statu quo en septembre, et ce, pour plusieurs raisons.

Premièrement, la situation conjoncturelle ne requiert pas d'intervention immédiate. La croissance économique reste remarquablement robuste et l'inflation ne reflète que lentement les premiers effets de la politique douanière. Deuxièmement, le marché du travail se normalise après une longue période de surchauffe, ce qui pourrait, à l'avenir, placer la Fed devant un difficile exercice d'équilibrage entre ses objectifs. Troisièmement, les conditions de crédit se sont améliorées malgré le haut niveau des taux: les émissions sur le marché des obligations d'entreprise sont élevées, les spreads de crédit sont étroits et la disponibilité de crédits bancaires est importante. Enfin, il en va de la crédibilité de la Fed: elle devra rester fidèle à son approche basée sur les données sans céder aux exigences du président américain. Fin octobre, l'institution aura une vision plus claire de l'impact de la politique douanière américaine sur le retour de l'inflation et sur l'emploi.

La Banque nationale suisse **(BNS)** a déjà épuisé sa marge de manœuvre conventionnelle en abaissant les taux à 0% en juin. Aujourd'hui, le taux d'inflation est à nouveau conforme à ses prévisions de renchérissement. Les moyens disponibles pour affaiblir le franc et soulager l'économie exportatrice sont toutefois limités. Même avec un taux directeur négatif, la BNS ne peut pas contrer les forces du marché; elle ne ferait que créer des dommages collatéraux et n'obtiendrait guère d'effet au final. Les interventions sur le marché des changes ne sont possibles que ponctuellement, car une intervention à long terme et de grande envergure comporte des risques politiques et comptables.

Dans la zone euro, la BCE se concentre désormais moins sur l'inflation – maîtrisée après une longue lutte – que sur la conjoncture léthargique. Nous sommes d'avis que la BCE ne va plus assouplir sa politique monétaire dans l'immédiat. Les taux directeurs se situent déjà à la limite inférieure de la marge neutre. Nous estimons qu'une nouvelle baisse ne serait opportune qu'en cas de ralentissement conjoncturel confirmé par les données.

En automne la Fed va recommencer à baisser le taux directeur
Nos prévisions de taux directeurs, en %
Sources: Bloomberg, Banque Migros





Valentino Guggia
Economist

Risques budgétaires en point de mire

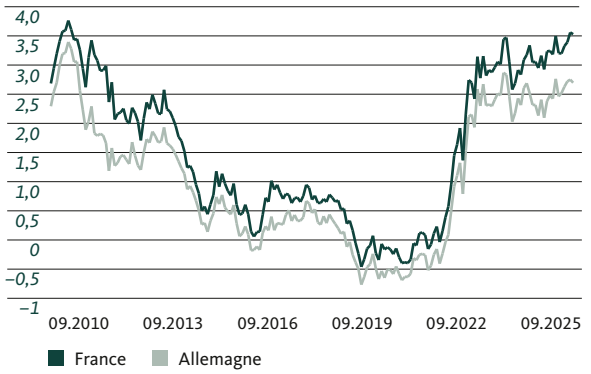
Alors que le calme plat règne sur le front des taux en Suisse, des vents violents soufflent sur la zone euro. Le rendement des obligations européennes affiche une tendance à la hausse et la France traverse une crise politique.

Après l'introduction de droits de douane américains massifs sur les exportations suisses, la courbe des taux des **obligations de la Confédération** s'est décalée vers le bas pour la quasi-totalité des échéances. Ces dernières semaines, le niveau des rendements est resté stable. Cela indique que les investisseurs n'ont pas foncièrement modifié leur appréciation ni de la politique de la BNS (extrémité courte) ni des risques économiques et financiers (extrémité longue). Ces prochains mois également, les taux sur le marché suisse des capitaux devraient s'inscrire dans une marge de négoce étroite évoluant latéralement.

Le rendement des **emprunts d'État américains** à long terme, supérieur à 4%, reste soutenu. Les craintes liées à l'accroissement rapide de la dette publique et aux conséquences de la politique commerciale protectionniste subsistent et freinent un net recul des rendements. Le marché intègre à nouveau des baisses de taux agressives de la part de la Fed. Nous estimons que ces attentes sont exagérées. Il faut donc escompter des replis si la Fed décidait d'agir à contre-courant du sentiment du marché. Il faut également s'attendre à des réactions nerveuses dans un avenir proche. Nous tablons sur une légère baisse des taux des emprunts d'État américains pour le reste de l'année.

Dans la zone euro également, les craintes liées aux budgets publics des différents membres ont pour effet de tendre le marché. Les taux d'intérêt se sont entièrement découplés de l'évolution des taux directeurs de la BCE et continuent d'augmenter. Sont particulièrement touchés les rendements des emprunts d'État allemands, qui affichent une tendance haussière depuis plusieurs mois. Les investisseurs réclament une prime de risque plus élevée, non seulement en raison des investissements dans les infrastructures et la défense financés par la dette, mais aussi à cause de la garantie implicite accordée aux pays de la zone euro en déficit budgétaire. La France en fait partie. Sa dette publique s'élève à 3300 milliards d'euros, et le pays enregistre régulièrement d'importants déficits. C'est la raison pour laquelle l'ex-Premier ministre Bayrou voulait adopter un large programme d'austérité comprenant des hausses d'impôts et des réductions des dépenses, mais il n'avait pas de majorité au Parlement. Après avoir perdu le vote de confiance, il a dû donner sa démission. Mais les problèmes budgétaires persistent.Ainsi, les perspectives d'une crise financière demeurent et les marchés financiers tablent sur une prime de risque plus élevée. La BCE pourrait à l'avenir acheter des bons du Trésor dans le cadre de l'instrument de protection de la transmission (IPT) afin de freiner la hausse des rendements. Les investisseurs devraient alors se tourner davantage vers les pays plus stables de la zone euro pour l'indemnisation du risque.

Les rendements français au plus haut depuis la crise de l'euro
Rendements des emprunts d'État à 10 ans, en %
Sources: Bloomberg, Banque Migros





Valentino Guggia
Economist

Le franc, solide comme un roc

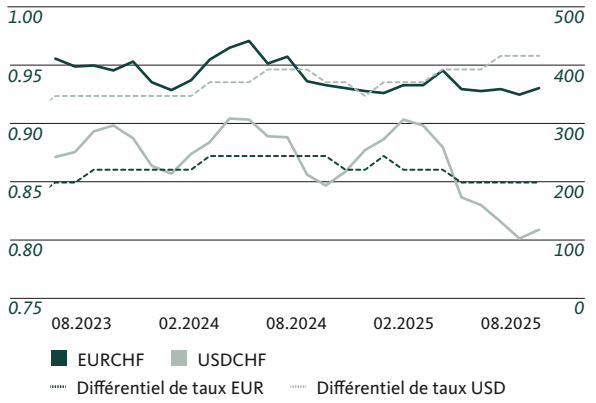
La confiance des investisseurs dans le franc est inébranlable. Preuve en est la fermeté de la monnaie suisse, qui résiste aussi bien à la Banque nationale suisse (BNS) qu'aux vents contraires conjoncturels.

Y a-t-il quelque chose qui pourrait faire chuter le **franc suisse**? Sans doute. Mais à première vue, rien dans le domaine du raisonnablement réaliste. Le monde entier – et la BNS elle-même – se cassent les dents sur notre monnaie.

Six baisses de taux de 175 points de base en moins d'un an et demi? La monnaie suisse les a proprement essuyées. Face à l'euro, le franc n'a pas montré le moindre signe d'essoufflement. Au contraire: depuis la première baisse des taux de la BNS (en mars 2024), il a même progressé d'environ 3,1%, bien que l'écart avec le taux de dépôt de la BCE ne se soit que légèrement réduit.

La situation est encore plus impressionnante par rapport au **billet vert.** Jusqu'à présent, le franc a gagné plus de 10% vis-à-vis du dollar américain, alors que le différentiel entre les taux directeurs suisse et américain s'est creusé de 75 points de base en faveur de la Fed.

Le franc s'apprécie malgré un différentiel de taux accru
Taux de change et différentiel de taux (échelle de droite, en points de base)
Sources: Bloomberg, Banque Migros



Cela montre que le franc suisse non seulement ne se laisse pas impressionner par les tentatives de la politique monétaire visant à l'affaiblir, mais qu'il tend à l'invulnérabilité face aux désagréments économiques. Droits de douane, baisse de la demande internationale, voire une combinaison des deux, le franc semble résister à tout.

Cette résilience est loin d'être une bénédiction pour le secteur d'exportation suisse (et, partant, pour notre économie). En effet, une monnaie forte renchérit les prix des produits suisses sur les marchés mondiaux.

Et pourtant, les entreprises exportatrices devront s'accommoder de ce désavantage concurrentiel jusqu'à nouvel ordre. Car la vigueur du franc est due à la stabilité institutionnelle et à la solidité financière de la Suisse. Et cette force d'attraction s'accroît encore lorsque le contexte de placement et/ou conjoncturel international est marqué par des incertitudes et des vents contraires. Étant donné que ni l'environnement difficile ni les caractéristiques institutionnelles et financières de la Suisse ne vont évoluer dans l'immédiat, nous tablons sur une fermeté durable du franc, face aussi bien à l'euro qu'au dollar. Notre monnaie reste solide comme un roc.



Santosh Brivio
Senior Economist

Éditeur
Banque Migros SA
Investment Office
Case postale
8010 Zurich

Contact
Santosh Brivio, Senior Economist | santosh.brivio@migrosbank.ch
Valentino Guggia, Economist | valentino.guggia@migrosbank.ch

Clôture de rédaction
5 septembre 2025

Disclaimer
Les informations contenues dans la présente publication de la Banque Migros SA servent à des fins publicitaires et d'information conformément à l'art. 68 de la loi sur les services financiers. Elles ne sont pas le résultat d'une analyse financière (indépendante). Elles ne peuvent en aucune façon être interprétées comme une incitation, une offre ou une recommandation portant sur l'achat et la vente d'instruments de placement, sur la réalisation de transactions particulières ou sur la conclusion de tout autre acte juridique, mais sont données uniquement à titre descriptif et informatif. Ces informations ne constituent ni une annonce de cotation, ni une feuille d'information de base, ni un prospectus. En particulier, elles ne constituent ni une recommandation personnelle ni un conseil en placement. Elles ne tiennent pas compte des objectifs de placement, du portefeuille existant, de la propension au risque, de la capacité de risque ni de la situation financière ou d'autres besoins particuliers du ou de la destinataire. Le ou la destinataire est expressément invité(e) à prendre ses éventuelles décisions de placement sur la base de ses propres clarifications, y compris l'étude des feuilles d'information de base et prospectus juridiquement contraignants, ou sur la base des informations fournies dans le cadre d'un conseil en placement. Les documents juridiquement contraignants sont disponibles sur banquemigros.ch/fib, pour autant qu'ils soient obligatoires et fournis par l'émetteur. Le contenu de la présente publication peut avoir été créé, en tout ou en partie, à l'aide de l'intelligence artificielle. Lorsqu'elle fait appel à l'intelligence artificielle, la Banque Migros SA applique des technologies choisies et ne publie aucun contenu généré automatiquement sans vérification humaine. Indépendamment du fait que les présentes informations aient été créées avec ou sans le soutien de l'intelligence artificielle, la Banque Migros SA n'en garantit ni l'exactitude ni l'exhaustivité et décline toute responsabilité en cas de pertes ou dommages éventuels de quelque nature que ce soit pouvant résulter de ces informations. Les présentes informations constituent seulement un instantané de la situation à la date d'impression et ne sont pas automatiquement revues à intervalles réguliers.