BANQUE MIGROS



APERÇU MACROÉCONOMIQUE

JUIN 2025

Le temps des négociations

Sommaire

03 **En bref**

Pas d'orage cet été!

04 **Conjoncture**

Phase de transition

05 **Politique monétaire**

La BNS à la croisée des chemins

06 **Taux d'intérêt**

Regain d'inquiétude sur la dette des États-Unis

07 **Monnaies**

Zone de turbulences pour le billet vert

Pas d'orage cet été!

L'été est de retour, et les températures remontent. Le thermomètre s'affole aussi sous les cieux conjoncturels. Mais cette montée en température n'a rien d'estival. Elle relève plutôt de l'atmosphère chargée qui précède les orages d'été. En effet, les droits de douane américains se sont amoncelés tels des nuages annonçant la tempête. Ils voilent un ciel qui reste dégagé dans bien des domaines. Par exemple, l'économie américaine s'est montrée d'une résilience remarquable malgré la politique de Trump et un léger repli au premier trimestre. Pendant ce temps, le commerce de détail chinois signale une reprise timide de la consommation, alors que dans la zone euro, le chômage au plus bas défie la morosité. En Suisse, enfin, malgré les risques de déflation, aucune érosion inquiétante de la consommation privée ne semble se dessiner.

Malgré ces lueurs d'espoir, la croissance économique reste nettement inférieure à son potentiel. L'augmentation des dépenses (de défense), l'endettement américain excessif et, bien sûr, les impondérables du conflit douanier empêchent toute accélération marquée. On en vient à espérer un orage vivifiant qui viendrait faire place nette sur la question douanière. Mais attention: un tel phénomène peut rapidement s'installer durablement. Les éclaircies seraient alors de courte durée.

Il vaudrait mieux que les gros nuages se dissipent sans se déchaîner sur le front des droits de douane. Mais cela dépend en grande partie de Donald Trump, qui ne prévoit guère, pour l'instant, de mettre fin à son offensive sur le commerce mondial. Par conséquent, l'économie mondiale devrait rester paralysée cet été par la moiteur ambiante. Cela n'a rien d'enthousiasmant, certes. Mais c'est mieux que de voir la foudre se déchaîner.

Nous devrions donc profiter de la chaleur malgré les nuages. C'est dans cet esprit que je vous souhaite à tous un été sans orage et une agréable lecture.



Santosh Brivio
Senior Economist

Conjoncture

La conjoncture reste paralysée par l'incertitude liée au conflit douanier. L'inquiétude suscitée par les finances publiques aux États-Unis – mais aussi en Europe – empêche aussi l'économie de prendre de la vitesse.

Taux d'intérêt

Le marché obligataire américain met de plus en plus en garde contre la politique du gouverne-ment américain. Sur le marché européen des capitaux également, on s'inquiète de plus en plus du niveau de la dette publique.

Politique monétaire

En Suisse et dans la zone euro, on attend les prochaines baisses de taux. Quant à la Fed, elle devrait temporiser une nouvelle fois et prolonger encore la pause dans les baisses des taux.

Monnaies

La politique douanière et commerciale de Washington maintient le dollar sous pression. Cela profite particulièrement à l'euro, qui a gagné beaucoup de terrain en termes pondérés des échanges depuis l'entrée en fonction de Donald Trump.

Des temps incertains

Les incertitudes douanières pèsent sur la conjoncture mondiale. Là où les taux de croissance sont positifs, ils restent fragiles. Les risques de repli sont élevés, tant aux États-Unis qu'en Europe et en Suisse.

Entre émeutes, laisser-aller budgétaire et une politique douanière qui déstabilise et désoriente pays rivaux comme partenaires: décidément, les **États-Unis** ne donnent vraiment pas une bonne image d'eux-mêmes à l'heure actuelle.

Pourtant, la conjoncture américaine reste relativement résistante dans l'ensemble. Le chômage demeure nettement inférieur à sa moyenne historique. En même temps, l'inflation n'est que légèrement supérieure à l'objectif de la Fed (2%) – les craintes inflationnistes ne se sont pas (encore) manifestées. Enfin, le moral des consommateurs et des petites et moyennes entreprises s'est amélioré. Il n'est donc pas surprenant qu'une solide croissance économique se dessine pour le deuxième trimestre. L'estimation en temps réel de la Fed d'Atlanta table sur 3,8% en valeur annualisée.

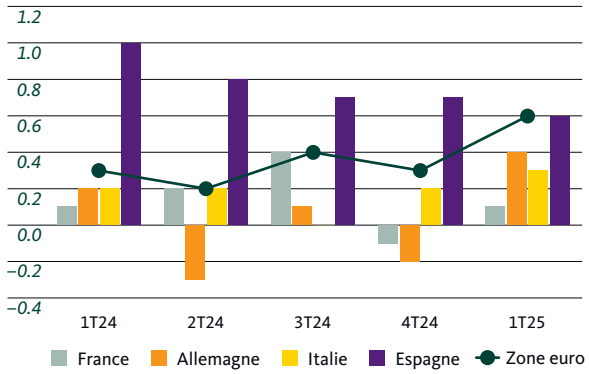
Même si ce chiffre dépasse notre prévision (2%), l'économie américaine devrait effacer le repli du premier trimestre, causé par une baisse annualisée de 0,3 %, liées à des importations anticipées.

Mais compte tenu du risque d'aggravation du conflit douanier, la croissance est fragile. Des droits de douane encore plus élevés mettraient les entreprises sous forte pression, raviveraient le renchérissement et pèseraient sur la demande de consommation privée. Il ne faudrait pas grand-chose pour que les vents contraires se muent en une véritable tempête.

Il reste donc à espérer que la crise des droits de douane se résorbe. Cela vaut pour l'ensemble de la conjoncture mondiale. Car même si l'imprévisibilité actuelle n'entraîne pas encore de récession mondiale, la situation est précaire.

En **Chine**, par exemple, la récente hausse des chiffres d'affaires du commerce de détail (stimulés par l'État) ne peut occulter les problèmes persistants. La crise immobilière non résolue, la déflation persistante, le taux de chômage élevé des jeunes et la consommation retenue affaiblissent encore la deuxième économie du monde.

L'Espagne soutient la croissance européenne
Variation du PIB réel par rapport au trimestre précédent
Sources: Eurostat, Banque Migros



L'Europe n'est pas non plus d'une solidité idéale. Après deux années de récession, l'Allemagne, poids lourd de l'UE, se trouve au mieux en situation de stagnation. Comme la France et l'Italie affichent tout au plus une mini-croissance, les bons taux de croissance de l'Espagne ou du Portugal pèsent peu dans la balance. Il ne faut s'attendre à aucune dynamique de la part de la **zone euro**. Et encore moins si le conflit douanier venait à s'aggraver.

Le contexte reste donc tendu pour la **Suisse**. Après un premier trimestre solide (+0,8%), on ne prévoit pas d'accélération de la croissance. Ce sont plutôt les risques qui dominent, surtout dans le commerce extérieur. Le pays maintient cependant le cap d'une croissance annuelle solide, quoique mitigée compte tenu des circonstances. La condition préalable est toutefois qu'il n'y ait pas d'escalade des droits de douane au niveau mondial. Malheureusement, la Suisse n'a aucune influence dans ce domaine. Elle doit composer bon an mal an avec les conditions orageuses.



Santosh Brivio
Senior Economist

La BNS à la croisée des chemins

La BNS et la Réserve fédérale prendront des décisions difficiles sur les taux avant que l'été ne s'installe. Pour l'instant, nous ne tablons pas sur un retour des taux d'intérêt négatifs en Suisse.

Dernièrement, l'inflation a fléchi en Suisse au point qu'en mai, le taux d'inflation a plongé un peu au-dessous de zéro, quittant du même coup la fourchette de stabilité des prix de la **BNS**. Selon les dernières déclarations de son président, Martin Schlegel, la banque centrale peut tolérer temporairement un taux d'inflation négatif tant que les perspectives à moyen terme restent intactes.

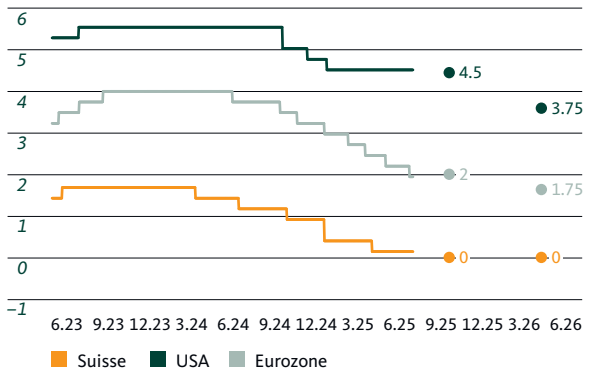
La vigueur du franc, la baisse des prix de l'énergie et le ralentissement de l'inflation dans les services laissent cependant supposer que les risques inflationnistes seront orientés à la baisse encore un moment. Nous tablons donc sur une nouvelle baisse des taux le 19 juin et sur une révision des prévisions inflationnistes de la BNS pour l'année en cours. Contrairement aux attentes du marché, le retour des taux négatifs ne correspond pas actuellement à notre scénario de base, car le recul de l'inflation est en grande partie dû à des facteurs sur lesquels la BNS n'a aucune prise (p. ex. le prix du pétrole). Toutefois, la rhétorique de la BNS et certaines évolutions du marché interbancaire suggèrent qu'il s'agit d'une option qui ne peut être exclue a priori.

Face à l'inquiétude croissante concernant l'endettement public des États-Unis, la **Fed** annoncera, au soir du 18 juin, sa décision sur les taux d'intérêt et ses prévisions conjoncturelles révisées. Bien que le président américain continue de demander des baisses rapides des taux, nous pensons que la pause dans le cycle des baisses de taux va se prolonger. On ne sait pas encore dans quelle direction la politique commerciale américaine va évoluer. En mai, la Fed a mis en garde contre le risque accru de stagflation aux États-Unis. De ce point de vue, il sera intéressant de connaître ses nouvelles prévisions économiques.

En raison de son double mandat – la stabilité des prix et un taux d'emploi maximal –, il est fort possible que la Fed se voie confrontée à un difficile exercice d'équilibriste dans le courant de l'année, car les effets de la politique douanière pourraient nécessiter une politique monétaire allant dans la direction opposée.

Le relâchement des pressions inflationnistes lié au recul des prix de l'énergie et à l'appréciation de l'euro face au dollar américain a incité la **BCE** à réduire encore son taux de dépôt à 2%. Les perspectives conjoncturelles demeurent incertaines: bien que la BCE table désormais sur un renchérissement annuel sous l'objectif de 2% dès cette année, les risques pour la croissance restent élevés du fait du conflit commercial. Mais la BCE va maintenant ralentir le rythme des prochaines baisses des taux. Sur un an, elle abaissera encore deux fois ses taux directeurs pour atteindre la limite inférieure de la marge neutre de 1,75%.

Pour l'instant, pas de taux d'intérêt négatifs en Suisse
Nos prévisions de taux directeurs — Sources: Bloomberg, Banque Migros





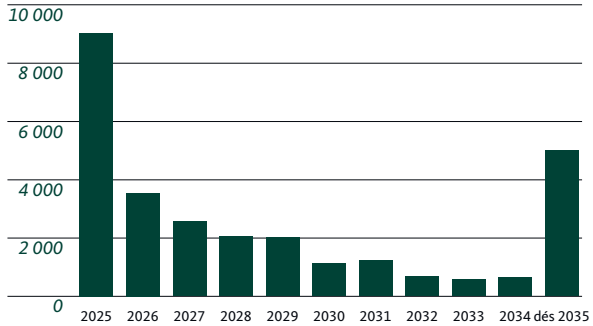
Valentino Guggia
Economist

Regain d'inquiétude sur la dette des États-Unis

La dégradation de la notation de crédit et la perspective d'une nouvelle augmentation de la dette publique font gonfler la prime de risque sur les bons du Trésor. En Suisse, les taux d'intérêt à court terme restent négatifs.

Aux États-Unis, la tension sur le marché des capitaux demeure forte. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a nettement pro-gressé et a récemment atteint 4,4%. Le marché américain des capitaux étant considéré comme une sorte de baromètre des craintes, cette hausse témoigne de l'impopularité de la politique douanière américaine, qui assombrit les perspectives conjoncturelles. Par ailleurs, Donald Trump envisage un projet de loi qui prévoit des réductions d'impôts substantielles, ce qui creusera encore le déficit. Cela ne laisse pas de marbre les acteurs du marché. Lors d'une enchère sur des emprunts d'État à 20 ans, le ministère des Finances a dû faire face à une faible demande et fixer le coupon à plus de 5%. On peut aisément comprendre que les investisseurs exigent des primes de risque plus élevées: cette année, le gouvernement américain doit refinancer près d'un quart de sa dette actuelle dans un contexte de taux élevés. Le fardeau de la dette pèse de plus en plus sur le budget public et figure déjà parmi les principaux postes de dépenses.

Besoin de refinancement important en bref
Dette publique en milliards d'USD, par année d'échéance
Sources: Bloomberg, Banque Migros



En Europe, l'évolution des emprunts d'État est moins mouvementée en ce moment. Malgré de nombreuses baisses du taux directeur, le rendement des emprunts d'État allemands à 10 ans se situe presque au même niveau qu'il y a 12 mois. Cela montre cependant que les acteurs du marché exigent aussi une prime de risque plus élevée en Europe. Sans surprise, les principales raisons en sont les plans d'investissement de l'Allemagne et de l'Union européenne qui sont financés par la dette et mettent à mal les exigences de discipline budgétaire. En outre, la possibilité d'émettre des emprunts communs permettrait aux États membres fortement endettés d'emprunter sur les marchés financiers à des conditions plus favorables grâce à la garantie implicite de pays plus stables.

Par rapport au mois dernier, la situation sur le marché suisse des capitaux n'a pas fondamentalement changé. Les rendements des emprunts de la Confédération à brève échéance restent négatifs, alors qu'ils ont grimpé de quelque 10 points de base à l'extrémité longue de la courbe. Ce mouvement n'est pas très important, mais résulte plutôt d'une adaptation des attentes du marché et de la moindre liquidité. En raison de l'incertitude accrue, nous pensons que la pression sur les rendements va persister.



Valentino Guggia
Economist

Zone de turbulences pour le billet vert

Le dollar américain a perdu son rôle de valeur refuge en temps de crise. Tant que le gouvernement américain ne changera pas de cap, il pourrait même devenir une monnaie incertaine.

En fait, plusieurs facteurs justifieraient un dollar fort. Aux États-Unis, les taux d'intérêt sont nettement supérieurs à ceux d'autres pays industrialisés. De plus, pour ce trimestre, les États-Unis s'orientent vers une croissance économique relativement solide, alors que le billet vert est la monnaie la plus importante et la plus répandue dans le monde. Enfin, la plupart des matières premières s'échangent en dollars.

Malgré cela, le billet vert est en crise. Et c'est un euphémisme. Sur une base pondérée des échanges, il a perdu environ 8% de sa valeur depuis le début de l'année. Cette débâcle n'est pas due à une conjoncture mondiale au beau fixe et à la faible demande de dollars qui en découlerait, mais provient des États-Unis eux-mêmes.

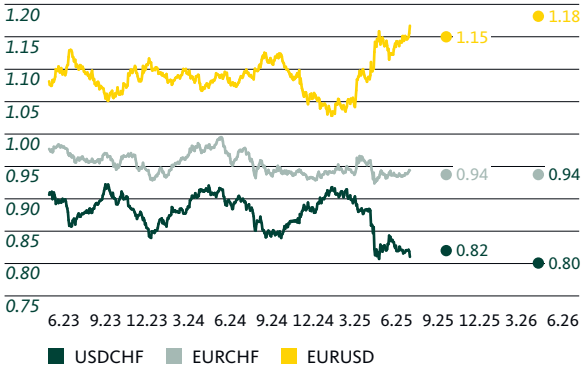
L'évolution du dollar illustre aujourd'hui une maxime bien connue: il faut du temps pour créer la confiance, mais il en faut très peu pour l'anéantir. Et les dirigeants américains sont en train de détruire à un rythme record la confiance qui s'est bâtie au fil des décennies. Ils ont commencé avec les torpilles douanières envoyées sur le commerce mondial, et continuent avec une politique étrangère imprévisible et même un endettement mené toutes voiles dehors: le gouvernement américain ne ménage pas ses efforts pour saper la confiance dans le dollar, sans même parler des velléités d'ingérence dans l'indépendance de la Fed.

Dans ce contexte, la baisse du dollar n'a rien d'étonnant. Tant que l'administration Trump ne modérera pas sa politique douanière et commerciale et/ou que l'on ne distinguera aucun effort sérieux pour contrôler le déficit public, le billet vert restera sous pression. Comme nous ne prévoyons aucun changement radical de politique de la part du gouvernement américain, nous pensons que le dollar américain continuera de perdre du terrain, face à l'euro et au franc suisse.

Il est donc clair que nous ne considérons pas le raffermissement de l'euro comme l'expression de la confiance marquée des investisseurs dans l'Europe. Cela montre uniquement qu'en cas de tempête, les valeurs européennes seront jugées un peu moins incertaines que leurs homologues américaines.

La solidité du franc suisse en tant que valeur refuge pour les investisseurs ne fait, en revanche, aucun doute, même au-delà d'une simple comparaison relative. Certes, la Suisse ne serait pas non plus à l'abri des conséquences d'une éventuelle tempête douanière, mais le caractère défensif de son économie extérieure, sa stabilité politique et son faible endettement public préservent le penchant des investisseurs pour le franc. Mais cela signifie aussi que les gardiens de la monnaie suisse seront démunis face à ces mouvements de fuite des capitaux. C'est pourquoi nous tablons sur la persistance de la vigueur du franc non seulement par rapport au dollar, mais aussi et surtout par rapport à l'euro.

La faiblesse du dollar persistante
Évolution et prévisions de la Banque Migros
Sources: Bloomberg, Banque Migros





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
12 juin 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.