BANQUE MIGROS



APERÇU MACROÉCO-NOMIQUE

MAI 2025

Le temps des négociations

Sommaire

03 **En bref**

Une simple tactique de négociation?

04 **Conjoncture**

Phase de transition

05 **Politique monétaire**

Entre statu quo et nécessité d'agir

06 **Taux d'intérêt**

Prévisions de taux d'intérêt inférieurs à zéro

07 **Monnaies**

La politique douanière détermine le cours du dollar

Une simple tactique de négociation?

L'heure des négociations a sonné. D'abord, avec le Royaume-Uni, pour briser la glace. Ensuite, avec la Chine, un pays qui a relevé le défi américain et réagi par des droits de douane toujours plus élevés, ce qui a provoqué une escalade. Entre-temps, la Suisse a elle aussi eu l'occasion de s'entretenir avec des représentants haut placés du gouvernement américain.

D'où le soupçon que ce «jour de la libération» n'était finalement qu'une tactique de négociation pour mettre sous pression les autres parties et les obliger à céder. C'est d'ailleurs ce qu'a laissé entendre Scott Bessent, le secrétaire américain au Trésor. En effet, après l'annonce d'une réduction temporaire des droits de douane envers la Chine, il a déclaré que l'objectif n'avait jamais été d'interrompre les échanges commerciaux – ce qui est inévitable avec des droits de douane de 145% –, mais de parvenir à un commerce plus équilibré, ce qui constitue un objectif plus compréhensible.

Cependant, cette tactique n'est pas exempte d'effets secondaires. Les chocs sur les marchés financiers laissent des traces: même si la volatilité sur les marchés des actions est quelque peu retombée et que les bourses européennes ont pu effacer les pertes subies début avril, les marchés des capitaux et des changes restent vigilants.

Les prochaines semaines nous montreront dans quelle direction le différend douanier va évoluer. Compte tenu de l'opposition des marchés et de personnalités importantes de l'économie américaine, il semble peu probable que Donald Trump maintienne son approche dure au terme des 90 jours de suspension des droits de douane.

Dans l'attente d'en savoir plus, je vous souhaite une bonne lecture.



Valentino Guggia
Economist

Conjoncture

Malgré leur suspension, les droits de douane américains continuent d'assombrir les perspectives conjoncturelles. En Suisse, la hausse des prix ralentit de plus en plus.

Taux d'intérêt

Le marché obligataire américain observe la situation et met en garde contre les politiques du gouvernement. Quant à la Suisse, elle intègre à nouveau des taux d'intérêt négatifs dans les cours.

Politique monétaire

La Fed ne procède pas à une baisse préventive des taux d'intérêt et attend des données montrant l'impact des tarifs douaniers. En Suisse, la pression que la BNS s'est elle-même imposée s'accroît.

Monnaies

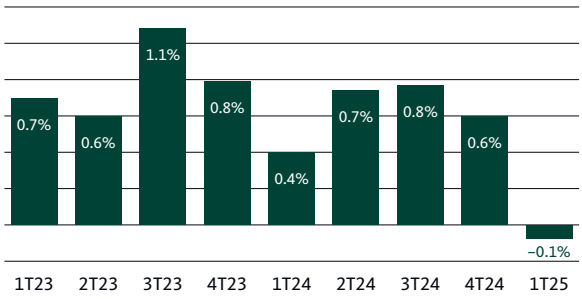
Les droits de douane ont renforcé l'affaiblissement du dollar. Le franc suisse, monnaie recherchée en temps de crise, tend donc à se renforcer.

Phase de transition

Malgré les premières annonces de négociations douanières fructueuses, l'incertitude quant à l'évolution et aux conséquences de la politique douanière américaine reste élevée et pèse sur les perspectives conjoncturelles.

Les sanctions douanières se sont fait sentir avant même d'entrer en vigueur. C'est ce que montrent les données sur la croissance économique **américaine**. La croissance du PIB a ainsi été brusquement freinée au premier trimestre 2025. Après de nombreux trimestres de croissance continue, un léger recul de 0,1% a été enregistré en début d'année par rapport au trimestre précédent. Le ralentissement de la croissance s'explique en grande partie par la forte augmentation des importations de marchandises, qui ont un impact négatif sur le calcul du PIB. En raison de l'incertitude qui entourait alors les plans douaniers de D. Trump, de nombreuses entreprises ont agi de façon préventive en remplissant leurs entrepôts. Parallèlement, le déficit commercial a atteint le niveau record de 140 milliards de dollars en mars dernier.

Freinage d'urgence!
Variation du PIB réel par rapport au trimestre précédent
Sources: Bureau of Economic Analysis, Banque Migros



Ainsi, ce sont des effets ponctuels qui freinent la croissance économique, et il est encore prématuré de parler de récession. La conjoncture s'est certes détériorée, mais les données relatives à la consommation privée et au marché du travail n'indiquent pas un effondrement imminent. Les données non vérifiées issues de diverses enquêtes donnent une autre image: depuis avril, les plans d'activités et d'investissement ainsi que le moral des consommateurs se sont effondrés, tandis que les prévisions inflationnistes ont augmenté. À l'instar de la Fed, nous tenons compte de ces données, qui ne sont souvent qu'un instantané, mais nous nous appuyons sur des données vérifiées et factuelles pour prendre nos décisions. Nous maintenons notre prévision selon laquelle l'économie américaine n'entrera pas en récession.

Après la Grande-Bretagne et la Chine, c'est au tour de l'UE et de la Suisse de négocier avec les États-Unis. En Suisse comme dans l'UE, on s'attend à un premier trimestre 2025 positif et à une croissance économique modérée du fait de la hausse des exportations. Dans la **zone euro**, il faudra du temps avant que les plans d'investissement annoncés par l'UE et l'Allemagne soient progressivement mis en œuvre et aient un impact sur la croissance économique.

Une petite économie ouverte comme la **Suisse** est tributaire du commerce extérieur, et les conditions cadres ne lui permettent donc pas, actuellement, d'enregistrer une croissance économique significative. La faiblesse de la demande extérieure – à l'exception des importations américaines réalisées en urgence – est encore renforcée par le franc fort. Mais c'est précisément la vigueur de la monnaie suisse, conjuguée à l'effondrement du prix du pétrole, qui a contribué de manière déterminante au nouveau recul de l'inflation à 0% en avril. Dans le cycle conjoncturel actuel, aucun facteur ne semble pouvoir inverser la tendance à la désinflation.



Valentino Guggia
Economist

Entre statu quo et nécessité d'agir

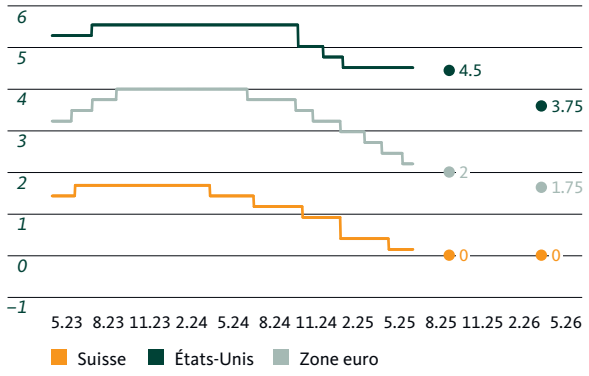
À l'heure actuelle, la situation des principales banques centrales est hétérogène: alors que la Fed prend son temps et attend de nouvelles données, la pression que la BNS s'est elle-même imposée augmente en raison de l'évolution des prix.

La **Fed** n'a pas cédé aux demandes pressantes de D. Trump d'abaisser les taux d'intérêt et a décidé, en mai, de laisser son taux directeur inchangé dans une fourchette de 4,25 à 4,50%. Les données économiques concrètes déjà disponibles ne permettaient pas de poursuivre le cycle de baisse des taux. La Réserve fédérale américaine a ainsi souligné son indépendance et mis en garde contre le risque accru de stagflation aux États-Unis. La politique douanière, selon la manière dont elle sera effectivement mise en œuvre et les tarifs douaniers appliqués, peut entraîner une forte hausse des prix et un ralentissement de l'activité économique. En raison de son double mandat – assurer 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 nécessitent une politique monétaire allant dans des directions opposées. Nous considérons que le potentiel de baisse pour les 12 prochains mois est limité.

En Europe, en revanche, la **BCE** baisse rapidement ses taux. Ici, aucune trace du dilemme américain: en raison du recul des prix du pétrole et du raffermissement de l'euro, la BCE juge faibles les risques d'un retour de l'inflation, et encourage donc la relance conjoncturelle. Après six baisses de taux consécutives, nous pensons que la BCE va ralentir le rythme. Sur un an, la BCE abaissera encore deux fois ses taux directeurs pour atteindre la limite inférieure de la marge neutre de 1,75%.

La **BNS**, quant à elle, va continuer d'agir, car les risques inflationnistes sont orientés à la baisse. En avril, l'inflation a été nulle en raison de la baisse des prix à l'importation due au taux de change. D'autres facteurs, tels que la baisse des prix de l'énergie et l'abaissement du taux d'intérêt de référence des loyers, entraînent également un ralentissement de la hausse des prix en Suisse. Compte tenu de l'intransigeance notoire de la BNS en matière de stabilité des prix, nous tablons sur une nouvelle baisse des taux de 25 points de base à 0% en juin. Il est difficile de dire si celle-ci affaiblira réellement et durablement le franc, dont la vigueur est imputable à des raisons échappant au contrôle de la BNS. La probabilité d'un retour des intérêts négatifs s'est accrue, mais elle ne fait pas encore partie de notre scénario de base.

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





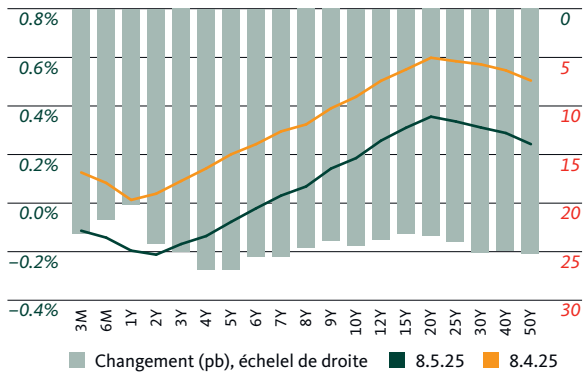
Valentino Guggia
Economist

Prévisions de taux d'intérêt inférieurs à zéro

En Suisse, le niveau des taux d'intérêt à court terme baisse nettement, tandis que le marché américain des capitaux continue d'être le chien de garde de la politique controversée de Donald Trump. Le niveau des taux d'intérêt reste donc élevé outre-Atlantique.

L'histoire se répète! Du moins si l'on considère les attentes du marché concernant le taux directeur en Suisse. En l'espace d'un mois, la courbe des taux suisse s'est déplacée parallèlement vers le bas de près de 25 points de base. L'aversion croissante au risque attire les investisseurs sur le marché suisse des capitaux, poussant ainsi les rendements à la baisse. Depuis quelques semaines, les acteurs du marché anticipent un retour rapide des intérêts négatifs. La nouvelle appréciation du franc en avril, ainsi qu'une inflation à 0%, inciteront très probablement la BNS à ramener son taux directeur à 0% lors de sa prochaine réunion en juin. Le passage ultérieur à un taux en dessous de zéro doit être bien pesé, car il aura un impact considérable sur les marchés des capitaux, avec des conséquences incertaines pour l'affaiblissement du franc.

Les taux négatifs ne sont plus tabous sur le marché
Courbe des taux des emprunts d'État suisses
Sources: Bloomberg, Banque Migros



En Europe, le choc tarifaire s'est momentanément atténué et les rendements ont légèrement baissé par rapport aux niveaux enregistrés immédiatement après la «journée de la libération». Malgré de nombreuses baisses du taux directeur, le rendement des emprunts d'État allemands à 10 ans se situe au même niveau qu'il y a 12 mois.

Cela montre que les acteurs du marché demandent une prime de risque plus élevée en raison des paquets d'investissement basés sur la dette en Allemagne et dans l'Union européenne, lesquels affaiblissent les exigences en matière de discipline budgétaire.

Outre-Atlantique, la tension sur le marché des capitaux demeure élevée. Après une baisse initiale lors de la «journée de la libération», le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est nettement reparti à la hausse et s'inscrit, depuis, à plus de 4,3%. Le marché américain des capitaux étant considéré comme une sorte de baromètre des craintes, cette hausse témoigne d'une certaine impopularité de la politique douanière américaine, qui pèse sur les perspectives économiques. Par ailleurs, D. Trump envisage également un projet de loi qui prévoit des réductions d'impôts substantielles, ce qui aggravera le déficit. Enfin, une part non négligeable des emprunts d'État américains se trouve entre les mains d'investisseurs étrangers qui, lors des négociations douanières, pourraient menacer de procéder à des ventes massives, provoquant ainsi une hausse des taux d'intérêt. Pour ces raisons, nous pensons que les taux d'intérêt américains resteront durablement à un niveau élevé.



Valentino Guggia
Economist

La politique douanière détermine le cours du dollar

La suspension temporaire des sanctions douanières n'a pas permis la totale reprise de confiance dans le dollar américain. Le franc reste très prisé dans cet environnement particulièrement incertain.

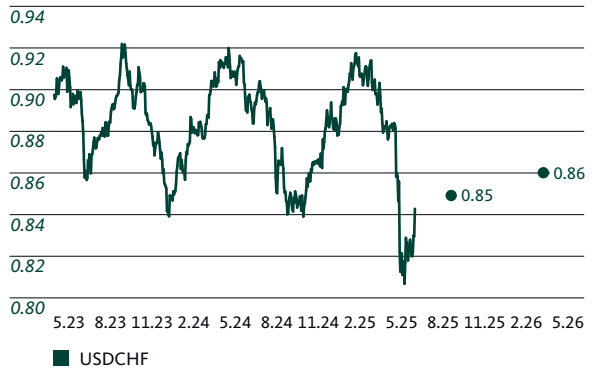
Le franc profite de son statut de valeur refuge et s'est nettement apprécié par rapport au **dollar américain** en raison de l'intensification du conflit douanier. Dernièrement, la perspective d'accords tarifaires avec la Chine et d'autres grands partenaires commerciaux a réduit quelque peu la pression sur le dollar. Cependant, la confiance dans le billet vert est ébranlée en raison de l'imprévisibilité de la situation, ce qui ne plaide pas en faveur d'un net mouvement à la baisse du franc.

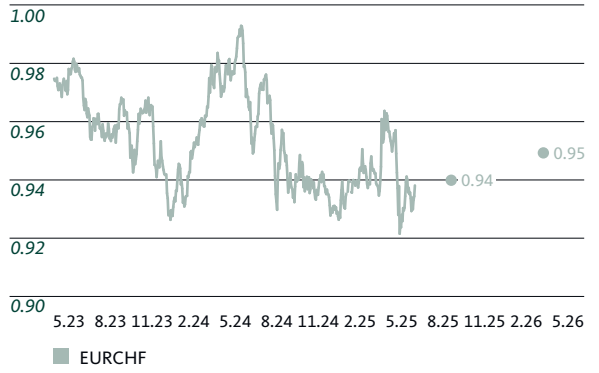
L'évolution actuelle du taux de change par rapport à **l'euro** résulte essentiellement de l'appréciation individuelle des deux monnaies par rapport au dollar. La tendance haussière de la monnaie européenne a été moindre que celle du franc, ce qui renforce l'appréciation de celui-ci par rapport à l'euro. Étant donné que la BNS s'opposera à une nouvelle appréciation du franc, nous tablons sur un mouvement latéral.

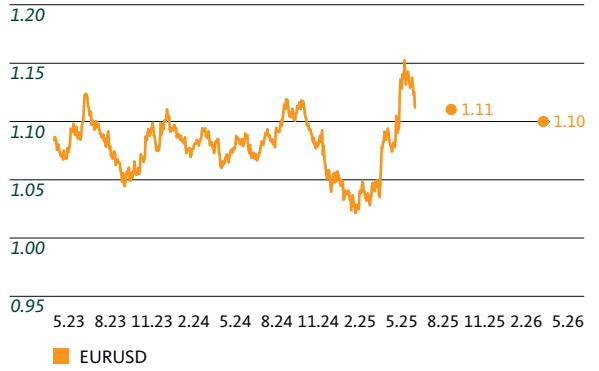
La perte de confiance affecte l'évolution du couple de change **EUR/USD** à court terme. Le spectre d'une stagflation aux États-Unis, alors que l'économie européenne redémarre timidement sous l'effet de paquets financiers de plusieurs milliards, met le dollar sous pression. Les anticipations semblent toutefois être un peu trop pessimistes.

Évolution et prévisions de la Banque Migros

Sources: Bloomberg, Banque Migros









Valentino Guggia
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
13 mai 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.