BANQUE MIGROS



APERÇU DES PLACEMENTS

MAI 2025

Des menaces douanières aux deals apaisés

Sommaire

03 **Allocation**

Wait and see

04 **Zoom sur les marchés**

Le cauchemar est-il derrière nous?

06 **Actions**

Les résultats des entreprises sont au rendez-vous

08 **Obligations**

Prévisions de taux inférieurs à zéro

09 **Placements alternatifs**

Répit sur l'or

10 **Monnaies**

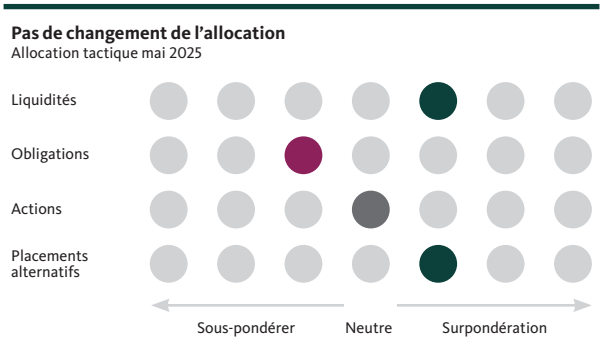
La politique douanière détermine le cours du dollar

11 **Économie et prévisions**

L'incertitude domine

Wait and see

Après la volte-face de Donald Trump et la suspension partielle des droits de douane massifs, les marchés financiers se sont remis de leurs émotions. Mais il est encore trop tôt pour lever l'alerte définitivement.



Le calme est revenu sur les marchés financiers, qui ont quasiment rattrapé leurs pertes depuis la «journée de la libération». Cette reprise s'explique non seulement par le revirement de Donald Trump, mais aussi par les signes concrets d'une nette désescalade dans le conflit commercial, notamment par les premiers «deals» avec le Royaume-Uni et la Chine.

Le niveau définitif des barrières douanières américaines reste difficile à évaluer, mais il semble qu'on en reste pour l'instant au minimum de 10%. Les dommages économiques de cette politique n'apparaissent pas encore dans les chiffres. Seuls les sondages, par exemple sur la confiance des consommateurs américains, laissent présager un ralentissement conjoncturel. Dans cette situation, procédons comme le fait la Réserve fédérale américaine: voyons d'abord comment les choses évoluent et maintenons notre allocation inchangée.

Actions

neutre

L'incertitude entourant la politique douanière américaine ne se fait pas encore sentir dans l'évolution des bénéfices des entreprises. Au premier trimestre, les bénéfices des entreprises affichent une dynamique réjouissante. Mais la valorisation des actions américaines, en particulier, reste ambitieuse. Sans plus de visibilité sur la suite du conflit commercial et ses effets sur les bénéfices des entreprises, nous estimons qu'il serait prématuré de lever définitivement l'alerte. Nous maintenons de ce fait une pondération neutre pour les actions, avec un positionnement défensif.

Obligations

sous-pondération

Devant le nouveau recul des rendements et la probabilité accrue de taux négatifs en Suisse, les obligations suisses perdent encore de leur attrait. Par conséquent, nous maintenons la sous-pondération relativement marquée des obligations en CHF, tandis que les obligations en USD et en EUR restent légèrement surpondérées, du fait des risques de croissance toujours élevés et des rendements plus avantageux.

Placements alternatifs

légère surpondération

Étant donné l'incertitude entourant les droits de douane, l'or et l'immobilier suisse restent les deux éléments clés de diversification de notre allocation.



Michael Birrer
Responsable Research & Advisory

Le cauchemar est-il derrière nous?

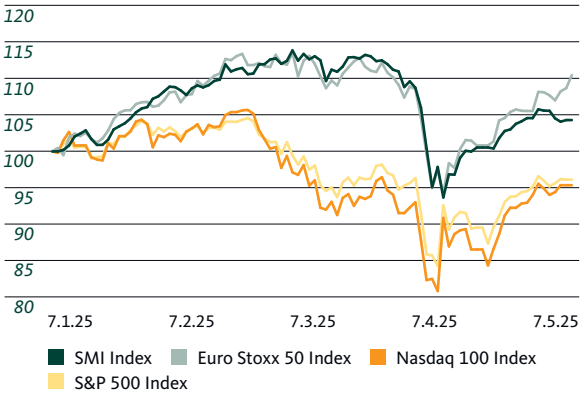
Après la vague de ventes sur les marchés financiers, nous assistons désormais à une reprise sans précédent.

Reprise historique

La puissante correction sur les marchés et les critiques grandissantes des milieux économiques et politiques ont conduit Donald Trump à suspendre les droits de douane pour 90 jours et à imposer un taux universel de 10%, Chine exceptée. Outre la forte correction sur les marchés des actions, la hausse inhabituellement rapide et importante des bons du Trésor américain à 10 ans a particulièrement inquiété les investisseurs, qui se sont largement départis de ces titres, déclenchant un effondrement des cours et une envolée des rendements. Les rendements des emprunts à 10 ans ont parfois dépassé 4,4%, et ceux des emprunts à 30 ans ont même augmenté de 0,6 point de pourcentage – une progression exceptionnellement forte. Cette évolution a causé de vives inquiétudes au sein du Trésor américain, dans la mesure où la hausse des rendements augmenterait les coûts de financement pour l'État américain et ébranlerait la confiance dans la politique budgétaire du pays. L'administration Trump, et en particulier le Trésor, ont craint que les turbulences sur le marché obligataire ne compromettent la stabilité économique des États-Unis.

En annonçant la suspension des droits de douane le 9 avril, Donald Trump a déclenché une euphorie sur les marchés financiers: le Dow Jones a bondi de 6,7% et le Nasdaq de près de 10%. En l'espace de quelques heures, le S&P 500 a compensé une grande partie des pertes enregistrées. Après avoir culminé à plus de 52 cette année, la volatilité est retombée à 33 le 8 avril, avant de se stabiliser au niveau actuel de 17.

Rallye de récupération
Les principaux indices boursiers se remettent de l'effondrement du marché début avril
Sources: Bloomberg, Banque Migros



L'incertitude demeure

Malgré cette reprise inattendue, l'évolution du marché reste incertaine. Confrontées à la politique commerciale erratique de Donald Trump et aux brusques changements de cap, les entreprises peinent à établir des projections fiables. Si le délai de 90 jours est censé expirer dans la deuxième semaine de juillet, la bataille douanière est loin d'être terminée. Donald Trump a été clair sur le fait que les droits de douane joueraient un rôle important au cours de son mandat et qu'il aurait régulièrement recours à cette massue. Reste à savoir jusqu'à quel point.

Après les événements de début avril, certains signes laissent penser que Donald Trump envisage de renoncer aux décisions extrêmes ou à un affaiblissement délibéré du dollar. Après tout, il veut consolider et étendre le contrôle de la Chambre des représentants et du Sénat lors des élections de mi-mandat l'an prochain. C'est un jalon décisif pour mener à bien ses projets politiques sans blocage des démocrates. Il reste donc

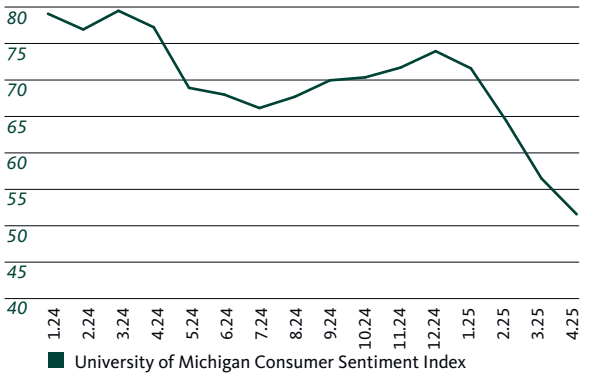
à espérer que Donald Trump préférera les accords aux droits de douane, son arme de prédilection, et qu'il s'attaquera aux mesures de déréglementation et aux allégements fiscaux promis. Quoi qu'il en soit, nous assistons aujourd'hui à la conclusion des premiers accords dans le cadre de l'offensive douanière. Les investisseurs ont favorablement accueilli le résultat des négociations de Genève pour la désescalade entre la Chine et les États-Unis. Dans un contexte d'amélioration des perspectives conjoncturelles, les valeurs défensives passent au second plan derrière les titres cycliques.

Un premier trimestre positif

En dépit d'un contexte difficile, avec les droits de douane pour toile de fond, les États-Unis ont livré des résultats étonnamment bons au premier trimestre. Les bénéfices des entreprises du S&P 500 ont augmenté d'environ 13,4% en glissement annuel, soit une croissance à deux chiffres des bénéfices pour le deuxième trimestre consécutif, et bien au-delà des prévisions du début de la saison de publication des résultats. Les secteurs de la technologie et de la communication et les valeurs financières sont ceux qui ont le plus contribué à cette progression.

Malgré un premier trimestre impressionnant, il n'est pas certain que les entreprises américaines parviendront à maintenir la forte croissance de leurs bénéfices au deuxième trimestre. Les répercussions de la politique commerciale décousue de Donald Trump sur l'économie réelle ne se feront pas attendre. De nombreuses entreprises font déjà état d'une augmentation des prix des intrants en raison des droits de douane, lesquels sont de plus en plus répercutés sur les clients finaux. Une tendance qui fait grimper les prix tout en réduisant le pouvoir d'achat et la propension à consommer. Depuis l'élection de Donald Trump, les prévisions de hausse du chômage se sont nettement renforcées. Il est donc d'autant moins étonnant que les indicateurs de sentiment des consommateurs et des entreprises aient déçu pour le deuxième mois d'affilée. Le fléchissement du dollar n'atténuera ce ralentissement que de façon limitée. En effet, avec 11% d'exportations seulement, l'économie américaine est fortement orientée vers le marché intérieur. D'ailleurs, au vu de la politique douanière et de ses tendances inflationnistes, la banque centrale va s'abstenir pour l'instant d'abaisser ses taux directeurs, et ce malgré l'insistance de Donald Trump.

Le moral des consommateurs américains en net recul
University of Michigan Consumer Sentiment Index: Confiance des citoyens américains dans l'évolution conjoncturelle
Sources: Bloomberg, Banque Migros



Implications pour les investisseurs

La forte incertitude liée à la politique douanière erratique de Donald Trump met les investisseurs devant des défis de taille. On ignore encore si l'optimisme va perdurer sur les marchés et si Donald Trump est prêt à conclure d'autres accords. Et nous ne savons pas non plus dans quelle mesure l'économie réelle sera affectée par la politique douanière.

Les placements devraient continuer à converger des États-Unis vers l'Europe. Selon Goldman Sachs, les investisseurs étrangers ont transféré 10,6 milliards de dollars vers les ETF européens au premier trimestre de cette année. Il s'agit là d'un tournant historique, après des années de sorties nettes pour les fonds européens. Les secteurs résistant aux taxes tels que les services d'approvisionnement, les assurances ou l'immobilier fortement ancrés sur le marché national sont particulièrement intéressants. Ils offrent un potentiel de croissance combiné à une protection au moins partielle contre les fortes chutes de cours dues à la politique douanière.



Andrea Bally
Spécialiste en placement

Les résultats des entreprises sont au rendez-vous

Pour le premier trimestre 2025, les entreprises ont publié des résultats étonnamment bons. Le ralentissement de la croissance freinera-t-il cette dynamique?

Les entreprises américaines affichent une belle évolution des bénéfices

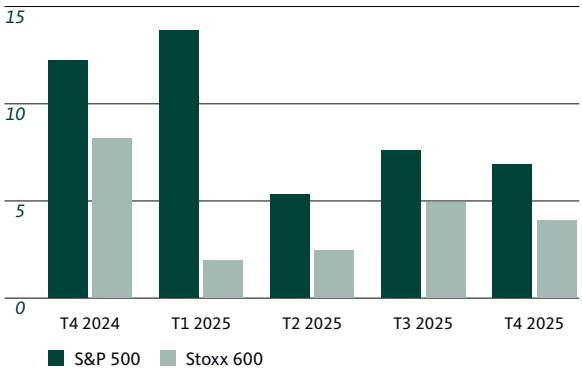
Alors que les annonces coups de poing en matière de droits de douane ont provoqué de fortes secousses sur les marchés des actions, les données relatives aux bénéfices des entreprises ne révèlent pas encore les dommages occasionnés sur l'économie réelle.

Au premier trimestre, près de quatre entreprises du S&P 500 sur cinq ont affiché des bénéfices supérieurs aux estimations des analystes, une bonne surprise pour le marché. De plus, en comparaison historique, de très nombreuses entreprises ont émis des prévisions positives pour les bénéfices du deuxième trimestre – contrairement aux analystes, qui ont revu en forte baisse leurs prévisions en avril.

Au plan sectoriel, neuf secteurs sur onze, avec l'énergie en tête, sont visés par la dégradation de ces estimations.

Nous partageons tout à fait le scepticisme des analystes. Les conséquences de la politique commerciale américaine devraient se faire sentir de plus en plus sur l'économie réelle ces prochains mois. Si elles devaient avoir un impact négatif sur les dépenses de consommation, qui constituent le pilier de la croissance économique américaine puisqu'elles représentent plus des deux tiers du PIB, l'économie américaine et l'évolution des bénéfices des entreprises en pâtiraient largement. Dans le contexte du conflit commercial, de nombreuses entreprises américaines auront certainement du mal à répondre aux attentes toujours haut placées des marchés. C'est particulièrement vrai au vu des fortes valorisations des valeurs américaines.

Les chiffres trimestriels ont surpris positivement
Croissance agrégée des bénéfices d'une année sur l'autre, en %.
Sources: Factset, Refinitiv, Banque Migros



Stagnation des bénéfices en Europe

Les bénéfices des entreprises de l'Europe Stoxx 600 ont progressé d'environ 1,9% en glissement annuel, et même de 7,3% hors secteur de l'énergie. D'ailleurs, durant la saison sous revue en cours, les entreprises ont été plus nombreuses que d'ordinaire à voir leurs bénéfices surpasser les estimations des analystes.

Les entreprises des secteurs de la santé et de la finance, en particulier, ont créé la surprise. Par contre, les secteurs des biens de consommation cycliques et de l'énergie ont signé une performance décevante, particulièrement entravés par l'affaiblissement de la demande et l'effondrement du prix du pétrole.

Nous restons prudents vis-à-vis des entreprises européennes – d'ici à ce que les mesures de

soutien budgétaire produisent leurs effets, elles restent confrontées à un environnement difficile et très incertain. De plus, le marché allemand des actions, en particulier, n'est plus considéré comme bon marché. Le tableau devrait toutefois s'améliorer au second semestre. D'ici là, l'environnement commercial devrait s'éclaircir et les premiers effets des plans budgétaires prévus devraient soutenir le développement des entreprises en Europe.



Andrej Franz
Expert en placement

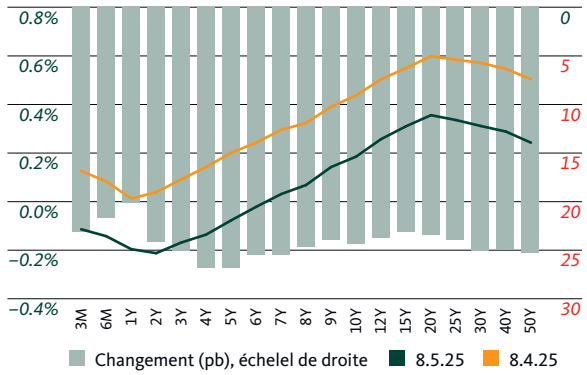
Prévisions de taux inférieurs à zéro

En Suisse, le niveau des taux d'intérêt à court terme baisse nettement, tandis que le marché américain des capitaux continue de jouer le rôle de 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, Donald 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.



Santosh Brivio
Senior Economist

Répit sur l'or

Après une performance historiquement forte ces trois dernières années, le prix de l'or est un peu moins stable depuis le début du deuxième trimestre 2025. Mais la tendance de fond demeure.

La volatilité accrue du cours de l'or ces dernières semaines est principalement due aux activités des investisseurs institutionnels. Après des sorties nettes avoisinant les 1000 tonnes depuis les ETF sur l'or à couverture physique au cours des deux années précédant le deuxième semestre 2024, les investisseurs institutionnels sont d'abord revenus sur le marché avec environ 115 tonnes d'afflux nets à la mi-2024. Au premier trimestre 2025, les afflux nets ont déjà dépassé 225 tonnes d'or. Cette situation s'explique par les annonces agressives de la politique commerciale américaine et par la volatilité qui en découle sur les marchés des actions et des obligations. La suspension des droits de douane début avril a remonté le moral en Europe et aux États-Unis, et a entraîné le désengagement d'une partie des flux entrants du premier trimestre.

La tendance structurelle qui a déterminé l'évolution du prix de l'or au cours des trois dernières années, à savoir la demande des banques centrales, reste inchangée.

En gelant les avoirs de la banque centrale russe détenus en Occident et en débattant encore aujourd'hui d'une éventuelle confiscation de ces actifs, les gouvernements occidentaux ont utilisé l'architecture des marchés financiers mondiaux comme une «arme politique» et miné la confiance de certains pays dans cette structure. De nombreuses banques centrales ont été incitées à augmenter sensiblement leurs réserves d'or, notamment en Chine, en Inde, en Turquie, en Arabie saoudite, en Pologne, à Singapour ou au Mexique. Entre 2022 et 2024, les banques centrales ont accumulé plus de 3000 tonnes d'or. On observe aussi une tendance à rapatrier les réserves d'or stockées à l'étranger. L'exposition à l'or et le stockage de l'or sur le territoire national constituent le moyen le plus sûr de protéger les réserves de change contre des risques tels que le gel, la confiscation ou les cyberattaques.

Nous pensons que la tendance à l'or perdurera à moyen terme. Les banques centrales non occidentales devraient continuer à éviter ces risques dans les années à venir. La confiance est un bien fondamentalement fragile et sensible. Une fois sapée, elle est difficile à reconquérir. Qui plus est, les volte-face à prévoir dans la politique commerciale et étrangère des États-Unis sous la présidence de Donald Trump ces prochaines années devraient alimenter l'incertitude. Et malgré des quantités faramineuses d'or acquis ces 15 dernières années, la plupart des grandes banques centrales non occidentales ont toujours alloué une part nettement plus faible de leurs réserves monétaires à l'or par rapport à leurs homologues occidentales. Elles devraient continuer à augmenter cette part.



Andrej Franz
Expert en placement

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.

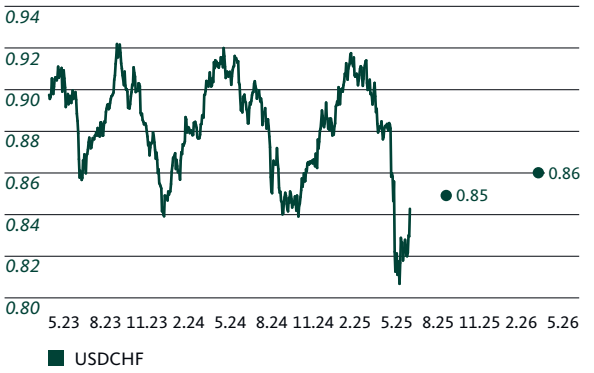
Le franc profite de son statut de valeur refuge et s'est nettement apprécié par rapport au **dollar américain** en raison de l'intensification du conflit douanier. Dernièrement, la perspective d'accords douaniers avec la Chine et d'autres grands partenaires commerciaux a réduit quelque peu la pression 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.

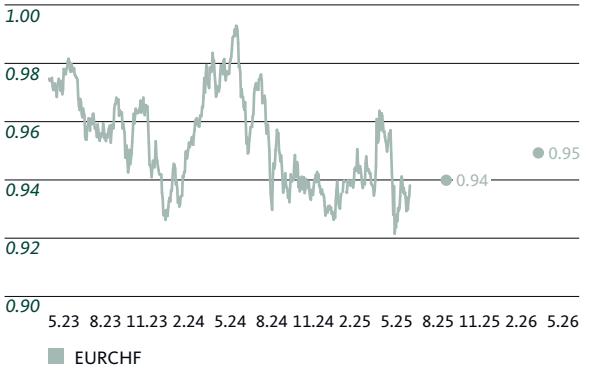
L'évolution actuelle du taux de change par rapport à l'**euro** résulte plutôt de l'appréciation individuelle des deux monnaies par rapport au dollar. La tendance haussière de la monnaie européenne a été moindre que celle du franc, ce qui renforce l'appréciation de celui-ci par rapport à l'euro. Étant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

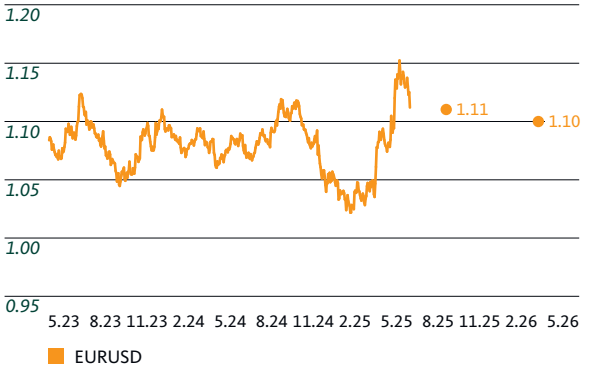
La perte de confiance affecte l'évolution du couple de change **EUR/USD** à court terme. Le spectre d'une stagflation aux États-Unis, alors que l'économie européenne redémarre timidement sous l'effet de paquets financiers de plusieurs milliards, met le dollar sous pression. Les anticipations semblent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

Évolution et prévisions de la Banque Migros

Sources: Bloomberg, Banque Migros









Valentino Guggia
Economist

L’incertitude domine

Croissance du PIB
variation trimestrielle en %

	actuellement (T424)	1T25	2T25
Suisse	0,5	0,4	0,1
Zone euro	0,2	0,4	0,1
États-Unis (annual raters)	2,4	–0,3	1,0

Croissance du PIB
variation annuelle en %

	actuellement (2024)	2025	2026
Suisse	0,9	1,2	0,9
Zone euro	0,8	0,9	0,8
États-Unis	2,5	0,8	1,2

Prix à la consommation
variation annuelle en %

	actuellement (12.5.)	dans 3 mois	dans 12 mois
Suisse	0,0	0,0	0,3
Zone euro	2,2	2,4	2,1
États-Unis	2,4	3,8	3,6

Taux directeurs
en %

	actuellement (12.5.)	dans 3 mois	dans 12 mois
Suisse	0,25	0,00	0,00
Zone euro	2,25	2,00	1,75
États-Unis	4,50	4,50	4,00

Rendements des obligations à 10 ans
en %

	actuellement (12.5.)	dans 3 mois	dans 12 mois
Suisse	0,4	0,4	0,3
Allemagne	2,6	2,6	2,8
États-Unis	4,4	4,3	4,0

Monnaies

	actuellement (12.5.)	dans 3 mois	dans 12 mois
EUR/CHF	0.94	0.94	0.95
EUR/USD	1.11	1.11	1.10
USD/CHF	0.84	0.85	0.86

Matières premières

	actuellement (12.5.)	dans 3 mois	dans 12 mois
Pétrole brut (Brent) en USD par baril	63	60	62
Or en USD par once d’or fin	3320	3350	3250

Sources: Bloomberg, Banque Migros

Conjoncture

Malgré leur suspension temporaire, les droits de douane américains continuent d’assombrir les perspectives conjoncturelles. Les perspectives de croissance mondiale sont grevées par d’importants risques de baisse liés à la guerre douanière. La croissance américaine va fortement ralentir, mais devrait tout de même dépasser 1% en 2025. Dans la zone euro, la reprise déjà timide ralentit à nouveau, et la croissance économique suisse n’a guère la possibilité d’accélérer dans un environnement tendu.

Inflation

Les risques inflationnistes sont orientés à la hausse en particulier aux États-Unis, où les droits de douane se répercuteront le plus rapidement sur les taux d’inflation. Mais la pression inflationniste devrait également s’accentuer dans la zone euro (selon les contre-mesures de l’UE). En Suisse, à l’inverse, l’inflation a atteint la limite inférieure de la fourchette cible de la BNS.

Taux d’intérêt

Le marché obligataire américain observe la situation et met en garde contre la politique du gouvernement américain. Quant à la Suisse, elle intègre à nouveau dans les cours des taux négatifs sur les échéances plus courtes. Alors que la Fed prolonge sa pause sur les taux, le recul de l’inflation incite la BNS à agir.

Monnaies

Traditionnelle valeur refuge pour les investisseurs, le franc reste sous le coup d’une pression haussière. Le dollar souffre de la perte de confiance due à la politique douanière inconstante.



Valentino Guggia
Economist

Éditeur
Banque Migros SA
Investment Office
Case postale
8010 Zurich

Contact
Andrea Bally, spécialiste en placement | andrea.bally@migrosbank.ch
Andrej Franz, spécialiste actions | andrej.franz@migrosbank.ch

15 mail 2025
Image: KEYSTONE/EPA/CLEMENS BILAN

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.