BANQUE MIGROS



APERÇU MACROÉCONOMIQUE

JUILLET 2025

Un éléphant dans la pièce

Sommaire

03 **En bref**

Le cirque des éléphants

04 **Conjoncture**

Affaiblie, mais pas (encore?) KO

05 **Politique monétaire**

La grande attente

06 **Taux d'intérêt**

Emprunts américains: oui, mais...

07 **Monnaies**

Notre monnaie, votre problème?

Le cirque des éléphants

Le 9 juillet, la pause de 90 jours accordée par Donald Trump sur les droits de douane réciproques décrétés s'est achevée.

Pour l'Europe, l'attente anxieuse s'est terminée par un vilain coup de tonnerre: le président américain a annoncé de nouveaux droits de douane, de 30%, sur les exportations européennes vers les États-Unis à partir du 1er août. Même si la Commission européenne souhaite poursuivre les négociations d'ici là, l'espoir de parvenir à un accord commercial pour supprimer ces droits semble bien mince dans ces circonstances.

Au contraire: les signes d'escalade sont nettement plus nombreux. Des représentants éminents de pays européens réclament avec véhémence la perception de taxes de représailles.

Nous ne savons pas encore définitivement si l'escalade douanière aura lieu, au détriment de toutes les parties concernées. Compte tenu du comportement erratique du président, un nouveau prolongement du délai n'est pas impossible. Mais il serait peu avisé de tabler là-dessus. Quoi qu'il en soit, les espoirs d'un règlement diplomatique commercial du différend douanier ont considérablement diminué.

Qu'un accord de dernière minute soit conclu entre l'UE et les États-Unis ou que les barrières douanières s'accroissent au début du mois prochain, le fait est que la piste est libre pour le prochain numéro de cirque: Donald Trump et sa politique douanière restent l'éléphant dans la pièce, susceptible d'écraser la conjoncture mondiale.

Même sans escalade du conflit douanier, l'actualité macroéconomique reste captivante. Par exemple, dans quelle mesure l'économie américaine souffrira-t-elle de la politique douanière et de l'endettement? La BCE procédera-t-elle bientôt à sa prochaine baisse des taux? Quand le franc perdra-t-il enfin de sa vigueur? Ce numéro de l'Aperçu macroéconomique répond à ces questions et à bien d'autres.



Santosh Brivio
Senior Economist

Conjoncture

Alors que la conjoncture américaine se montre résiliente, l'économie européenne patine. Dès lors, la Suisse manque d'impulsions essentielles.

Taux d'intérêt

Compte tenu des incertitudes persistantes, les rendements obligataires restent élevés, tant aux États-Unis qu'en Europe. Pour la même raison, ils restent sous pression en Suisse.

Politique monétaire

La Fed maintient sa politique, tandis que la BCE marque une pause de courte durée. Quant à la BNS, elle peut, pour le moment, très bien s'accommoder d'un taux directeur de 0%.

Monnaies

La faiblesse du dollar devrait perdurer dans les mois à venir. Cela devient de plus en plus un problème pour d'autres économies, dont la Suisse.

Affaiblie, mais pas (encore?) KO

Politique douanière erratique, perte de confiance internationale ou endettement exorbitant – et pourtant, l'économie américaine se montre remarquablement résiliente. Contrairement à la zone euro.

Le diagnostic concernant l'**économie américaine** est difficile. L'écho du fléchissement conjoncturel au premier trimestre constitue sans aucun doute une raison d'être sceptique. Le premier repli économique après 12 trimestres suscite l'incertitude: une inflation qui demeure supérieure à l'objectif de la Fed, la création modérée d'emplois en dehors de l'État, l'endettement excessif: avons-nous là tous les signes d'une spirale baissière?

Non, car il y a un autre point de vue: on ne constate pas d'érosion de la consommation privée. La persistance du faible taux de chômage y est pour beaucoup. En outre, l'inflation en recul affaiblit nettement moins le pouvoir d'achat que les années précédentes. Enfin, le secteur bancaire, important, se montre robuste, et l'octroi de crédits, certes plus prudent, reste intact. Pour ces raisons, nous pensons que les entreprises américaines, fortes de leur capacité d'innovation et de leur mentalité «nous pouvons le faire», résisteront aux vents contraires de la politique et qu'elles s'accommoderont de la conjoncture. Ce ne sera certes plus la dynamique de croissance de ces dernières années, mais la récession devrait être évitée.

D'un point de vue européen, ce ralentissement est une lamentation à un haut niveau. Car les signes de reprise dans la zone euro restent faibles. L'Allemagne, poids lourd économique, peine à retrouver ses marques malgré le nouveau gouvernement: après deux ans de ralentissement économique, c'est tout au plus une croissance minimale qui se dessine. Les faibles taux de croissance en France et en Italie ont encore perdu de leur dynamisme.

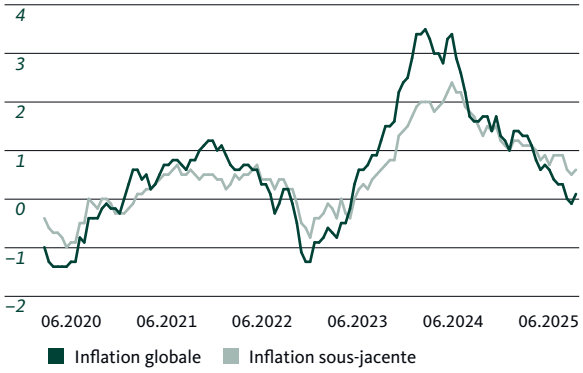
Les perspectives restent donc moroses pour la **zone euro**. Les incertitudes liées au conflit douanier aggravent encore les problèmes structurels (énergie, réglementation, blocages politiques). Même si nous pouvons éviter l'escalade, les incertitudes et les droits de douane – probablement ponctuellement élevés – ralentiront le rythme déjà peu soutenu.

Voilà qui retarde encore les impulsions européennes en **Suisse**. Une fois de plus, la consommation privée reste le pilier décisif de la croissance. Si ce dernier ne vacille pas, il y a de fortes chances que l'économie suisse puisse maintenir une croissance relativement solide malgré des conditions de commerce extérieur difficiles. Compte tenu du renchérissement très modéré et du faible taux de chômage, le risque d'un ralentissement de la consommation reste peu élevé.

Espérons que les droits de douane américains ne viendront pas jouer les trouble-fête. Même si les signes semblent indiquer qu'il n'y aura pas de guerre douanière intense pour la Suisse, rien n'est jamais sûr avec Donald Trump. Le président américain reste l'éléphant dans la pièce pour la conjoncture suisse.

Pas de vents contraires du côté de l'inflation
Renchérissement annuel en Suisse, en %

Sources: Bloomberg, Banque Migros





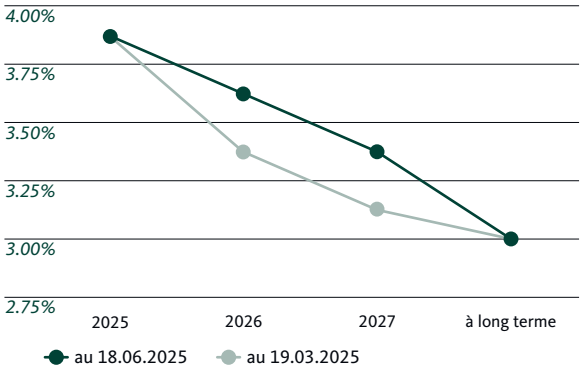
Santosh Brivio
Senior Economist

La grande attente

La Fed ne modifie pas son approche pour le moment. Compte tenu des incertitudes, la BCE devrait elle aussi marquer un temps d'arrêt dans ses baisses de taux. En Suisse, les taux négatifs sont devenus encore moins probables.

Un peu de lumière dans l'obscurité: c'est ce qu'espéraient les acteurs du marché après la publication du dernier compte rendu de réunion du Comité fédéral de marché ouvert de la **Fed** (FOMC). Les Minutes concernant la décision sur les taux d'intérêt de juin n'ont cependant pas vraiment éclairé nos lanternes. Qui plus est, par rapport à mars, on constate une divergence d'opinions croissante entre les membres du FOMC. Toutefois, une chose est claire: la majorité estime qu'une reprise de l'assouplissement des taux cette année serait opportune, mais n'y voit pas d'urgence.

La Fed reste prudente
Prévisions de taux directeurs du FOMC (médiane) à la fin de l'année respective
Sources: Bloomberg, Banque Migros



La raison? L'évolution de la conjoncture et de l'inflation aux États-Unis. Jusqu'à présent, la politique douanière de Donald Trump n'a certes pas déclenché la hausse des prix redoutée. L'inflation reste néanmoins supérieure à l'objectif visé. Avec environ 2,7%, l'inflation sous-jacente annuelle des dépenses de consommation personnelles (PCE) s'est récemment établie à un niveau sensiblement supérieur à l'objectif de 2%. Dans le même temps, l'économie américaine semble se stabiliser. Les données du marché du travail indiquent certes un certain ralentissement de la croissance, mais signalent tout de même une bonne robustesse.
Dans ce contexte, nous considérons toujours que l'attitude d'«attente patiente» est appropriée, et qu'une baisse précipitée des taux n'est pas opportune. Nous continuons de tabler sur la prochaine baisse des taux de 25 points de base en septembre.

L'orientation de la **BNS** apporte déjà un peu de lumière dans l'obscurité. En abaissant les taux à 0% en juin, les gardiens de la monnaie suisse ont utilisé la dernière arme de leur arsenal conventionnel. Alors qu'au printemps encore, Martin Schlegel, le président de la BNS, se montrait relativement ouvert à un taux directeur à nouveau négatif, il souligne maintenant son malaise face à un tel taux. Compte tenu des prévisions d'inflation de la BNS, qui tablent sur un rapprochement progressif vers le milieu de la fourchette cible, cette rhétorique semble des plus logiques. Certes, la vigueur du franc face à l'euro, et surtout au dollar, reste un défi majeur. Mais comme nous l'avons toujours souligné, la BNS ne peut pas contrer les forces du marché, même avec des taux directeurs négatifs; elle ne ferait que créer des dommages collatéraux et n'obtiendrait guère d'effet au final.

Pour la **BCE**, le contexte est moins clair actuellement. La morosité de la conjoncture dans la zone euro ainsi que la vigueur de l'euro face au dollar plaident en faveur d'une nouvelle baisse des taux lors de la prochaine réunion du 24 juillet. Toutefois, vu l'escalade – éventuellement reportée mais non annulée – dans le conflit douanier avec les États-Unis et le taux d'inflation proche de l'objectif de 2%, l'attentisme semble opportun pour l'instant.

La prochaine date de référence dans le conflit douanier étant le 1er août, nous ne pensons pas que la BCE prendra le risque d'abaisser trop prématurément les taux d'intérêt. C'est pourquoi nous tablons sur une pause en juillet avant une nouvelle baisse de 25 points de base en septembre.



Santosh Brivio
Senior Economist

Emprunts américains: oui, mais...

Il n'y a pas lieu de se détourner du marché américain des capitaux. Mais la prudence est de mise. Dans l'environnement actuel, cela vaut aussi pour les titres de la zone euro, mais pas pour les titres suisses.

Oui ou non? La question se pose aux investisseurs dans le contexte des **emprunts d'État américains**. Elle se justifie par la politique douanière des États-Unis et ses répercussions sur la conjoncture et l'inflation américaines, ainsi que par les inquiétudes liées à la dette publique américaine, qui ont fortement augmenté depuis le One Big Beautiful Bill (une loi de réconciliation budgétaire) de Donald Trump.

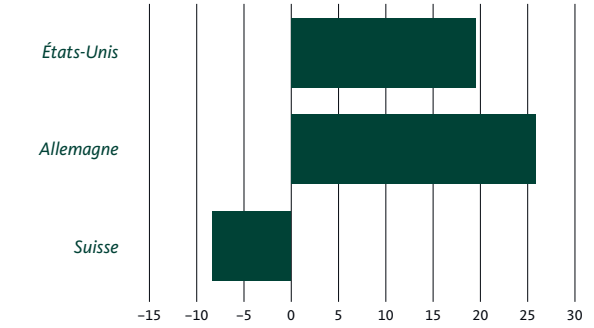
Notre opinion est claire: «Oui». Il faut continuer à investir sur le plus grand et le plus liquide des marchés obligataires. Malgré la politique du gouvernement américain, nous n'attendons pas de récession aux États-Unis pour l'instant, et encore moins un défaut de paiement. Par ailleurs, les craintes d'inflation se sont révélées exagérées jusqu'à présent, et les taux d'intérêt réels restent attrayants.

Néanmoins, la prudence est de mise. Le marché des capitaux s'inquiète de la politique de Donald Trump et réagit avec nervosité. De nouvelles attaques présidentielles contre l'indépendance de la Fed, des données conjoncturelles décevantes et/ou d'autres escalades du conflit douanier peuvent provoquer du jour au lendemain de nouvelles hausses de rendement ou chutes de cours. Même si nous tablons sur une légère hausse des cours des emprunts d'État américains pour le reste de l'année, les risques de revers resteront élevés, du moins temporairement.

Les taux d'intérêt dans la zone euro restent eux aussi élevés. Certes, les emprunts de débiteurs robustes ont gagné la faveur des investisseurs, face au scepticisme envers les États-Unis. Mais personne ne se montre vraiment convaincu par les **emprunts d'État en euros**. Les préoccupations structurelles que l'on connaît grèvent trop lourdement les cours des titres correspondants: le moteur de l'industrie ne démarre toujours pas correctement – les corsets réglementaires, les incertitudes liées aux différends douaniers, les prix élevés de l'énergie (gaz) et la forte pression de la concurrence chinoise pèsent sur l'industrie manufacturière. Et en Europe aussi, les craintes relatives à l'endettement sont revenues au premier plan. Les caisses de nombreux États sont vides, et on ignore donc comment s'y prendre exactement pour financer le coût astronomique du renforcement des capacités de défense. Ce contexte compliqué se reflète dans les primes de risque, raison pour laquelle nous tablons toujours, pour le moment, sur un haut niveau des rendements.

C'est l'inverse pour les **emprunts d'État suisses**. Certes, les rendements des emprunts de la Confédération à dix ans ont légèrement augmenté ces derniers temps. La trêve encore en cours dans le conflit douanier a un peu réduit l'appétit pour les titres suisses sûrs. Nous pensons néanmoins que les nuages noirs vont continuer à s'accumuler dans le ciel tarifaire. Le besoin de sécurité des investisseurs reste donc élevé, de sorte que les taux sur le marché suisse des capitaux devraient s'inscrire dans une marge de négoce étroite, légèrement orientée à la baisse.

La fuite vers le CHF pèse sur les taux suisses
Variation annuelle des rendements des emprunts d'État à dix ans, en points de base
Sources: Bloomberg, Banque Migros





Santosh Brivio
Senior Economist

Notre monnaie, votre problème?

Le dollar américain reste faible et sa chute devrait se poursuivre. Vu la domination écrasante du billet vert dans le monde, cette situation devient de plus en plus problématique hors de la zone dollar. Pour la Suisse aussi.

«Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème»: cette phrase laconique de John Conally est légendaire. L'ancien ministre des Finances américain l'a formulée en 1971, lors de la réunion de crise des principales économies. Le système monétaire mondial était alors en train de s'effondrer après la dénonciation, par les États-Unis, des accords de Bretton Woods, qui liaient le **dollar** à une couverture-or et définissaient des taux fixes par rapport au billet vert. Les répercussions ont été dramatiques: en peu de temps, le dollar a perdu la moitié de sa valeur.

50 ans plus tard, l'histoire se répète. Comme à l'époque, les États-Unis souffrent d'importants déficits de la balance courante. Et, comme à l'époque, la stratégie du gouvernement américain met le billet vert sous pression. Depuis le début de l'année, le dollar a perdu 8,5% en termes pondérés des échanges, et même 12,4% par rapport au franc suisse.

C'est une plongée impressionnante, mais il faut relativiser. Premièrement, le dollar demeure fortement évalué. En effet, en termes réels (c'est-à-dire corrigés des taux de renchérissement), il reste nettement supérieur à sa moyenne à long terme. Deuxièmement, le dollar a connu régulièrement des baisses par le passé. Au cours des années qui ont suivi les accords du Plaza, en 1985, il s'est affaibli de 35% en termes réels.

Sur le plan historique et de l'évaluation, il ne serait pas surprenant que la baisse du billet vert se poursuive. Nous nous attendons d'ailleurs aussi à ce que le billet vert reste sous pression. Certes, nous ne croyons pas à un effondrement aux États-Unis. Les dernières données montrent que l'économie américaine reste remarquablement résiliente et que, grâce à sa capacité d'innovation, elle pourrait même, à moyen terme, résister aux droits de douane et à la dette publique élevée. Mais à court terme, le dollar devrait continuer à perdre des plumes en raison de la politique budgétaire et douanière.

L'**euro**, lui aussi, poursuit son raffermissement face au dollar pour l'instant. Une situation qui tombe mal pour les entreprises européennes: la reprise ne s'accélère que lentement, voire pas du tout, et les effets de change renchérissent les exportations sur le marché mondial. Rien que pour cette raison, il faut donc s'attendre à ce que la BCE procède à de nouvelles baisses de taux.

La Suisse ne connaît que trop bien le problème des vents contraires monétaires sur les marchés des ventes. Le **franc** reste une valeur refuge prisée dans cet environnement toujours incertain. En termes pondérés des échanges, notre monnaie nationale s'est déjà appréciée de 6% en l'espace d'un an. Face au dollar, le raffermissement dépasse même 13% sur la même période. Cela fait mal, même sans les droits de douane américains. Si le dollar continue de se déprécier, le renchérissement de nos exportations vers notre principal pays acquéreur se poursuivra. Il est donc essentiel que la BNS détourne son attention de l'euro – son souci de longue date – qui est certes toujours faible, mais connaît une évolution latérale relativement étroite. Il s'agit de trouver la recette difficile pour contrer une trop forte appréciation du franc face au dollar. Car ce qui est vrai pour l'Europe l'est aussi pour la Suisse: le dollar est bien la monnaie des Américains, mais il est notre problème.



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
14 juillet 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.