BANQUE MIGROS



APERÇU MACROÉCO-NOMIQUE

AOÛT 2025

Calcul stratégique ou arbitraire erratique?

Table des matières

03 **En bref**

Vivre avec Donald Trump

04 **Conjoncture**

Encore à moitié plein

05 **Politique monétaire**

Pause de réflexion estivale

06 **Taux d'intérêt**

Baisse des rendements en Suisse

07 **Monnaies**

Conflicts entre les buts de Trump

Vivre avec Donald Trump

Choc douanier plutôt qu'ambiance festive: la Confédération n'oubliera pas de sitôt la fête nationale de cette année, et l'incrédulité face au droit de douane de 39% – de loin l'un des plus élevés – persiste.

En effet, d'un point de vue suisse, la base de décision présidentielle semble incompréhensible. Parler de «comptabilité à deux colonnes» est encore pour le moins flatteur.

Mais le traitement réservé à notre pays est-il vraiment si incohérent dans la vision du monde de Donald Trump? Ne correspond-il pas à l'objectif de (ré)industrialisation des États-Unis? Si l'on considère que Big Pharma n'a plus l'intention de fournir le marché américain autrement qu'en produisant sur place, la réponse par l'affirmative est pour le moins évidente, avec tous les désagréments qu'elle implique.

Qui plus est, avec son rayonnement économique mais son poids politique international modéré, la Suisse n'était-elle pas la cible idéale pour permettre à Donald Trump de montrer l'exemple? On est au moins en droit de se poser la question. Tout comme on peut se demander si l'accord de dernière minute entre l'UE et les États-Unis sera réellement libérateur.

En effet, l'UE n'est pas du tout en mesure d'acheter des produits énergétiques américains dans les proportions convenues, ce qui rend la violation de l'accord inévitable. Difficile à croire que Donald Trump l'accepte sans ressortir tout un arsenal douanier.

Lorsque l'on se livre à de telles réflexions, il s'agit toujours de savoir si l'action de Donald Trump repose sur un calcul ou sur l'arbitraire. Mais en fin de compte, cela n'a pas d'importance. Car le fait est que les droits de douane sont en vigueur. Et qu'une épée de Damoclès revêtant la forme de droits de douane américains de 200% (voire plus) pend au-dessus de l'industrie pharmaceutique suisse. Depuis tout au plus le 1er août, il serait insensé de l'ignorer encore.

Quoi qu'il en soit, le monde et la Suisse devront vivre avec Donald Trump à la présidence des États-Unis jusqu'en 2029. Ils devront s'accommoder de son calcul et de son arbitraire.

Que cette lecture vous soit profitable (et je vous le souhaite sans aucun arbitraire)!



Santosh Brivio
Senior Economist

Conjoncture

Aux États-Unis, on enregistre un ralentissement de la croissance à un haut niveau, tandis que les droits de douane freinent la dynamique en Suisse. L'Europe n'émerge pas du marasme conjoncturel.

Taux d'intérêt

Malgré la massue douanière américaine, les placements suisses demeurent très convoités pour couvrir le risque. Les rendements des emprunts de la Confédération restent donc bas. En Europe, et plus encore aux États-Unis, les taux d'intérêt se maintiennent à un niveau élevé.

Politique monétaire

La Fed est toujours en mode attentiste. La BCE est de plus en plus préoccupée par la conjoncture, alors que la BNS a épuisé ses moyens d'action conventionnels.

Monnaies

Le dollar américain a franchi le creux de la vague, mais n'a qu'un potentiel de hausse limité. L'euro reste faible et le franc conserve son extrême vigueur malgré les droits de douane américains massifs.

Encore à moitié plein

Jusqu'à présent, l'économie américaine ne s'est pas laissé perturber outre mesure par la politique douanière de Donald Trump. Pour la Suisse, les droits de douane américains freinent la croissance, certes, mais ne comportent pas encore de risque de récession. En Europe, ils rendent la reprise encore plus difficile.

Avec sa politique douanière, Donald Trump choque les sensibilités dans le monde entier ou presque. Cela ne suffit toutefois pas encore à déstabiliser sensiblement l'économie nationale. Ainsi, la conjoncture **américaine** reste robuste, mais est en proie à une incertitude croissante et sa dynamique commence à s'essouffler. Nous tablons néanmoins sur une croissance d'environ 2,6% (annualisée) pour le trimestre en cours. Les États-Unis restent donc, pour l'heure, la première économie du monde.

Pour l'ensemble de l'année 2025, la conjoncture américaine est soutenue par les effets de *front loading* au premier semestre: les entreprises et les ménages ont effectué plus d'achats à l'avance pour contourner les hausses imminentes des droits de douane. Ce soutien disparaîtra au second semestre; la normalisation sur le marché du travail, longtemps surchauffé, devrait se poursuivre et l'inflation légèrement augmenter en raison des droits de douane. Cela nous conforte dans nos prévisions actuelles selon lesquelles la croissance américaine s'essoufflera, certes, mais ne s'arrêtera pas. Une récession ne semble toujours pas en vue.

Nous n'attendons pas de récession en **Suisse** non plus. Certes, le droit de douane américain de 39% en vigueur pèse lourdement sur les exportations suisses. Les petites et moyennes entreprises fortement exposées aux États-Unis, en particulier, en pâtiront. Car contrairement aux grands groupes, elles ne peuvent guère délocaliser leur activité de production. Mais pour l'heure, nous considérons le verre encore à moitié plein plutôt que déjà à moitié vide. En effet, les entreprises suisses sont habituées à l'adversité dans le contexte international et ont souvent démontré leur capacité d'adaptation par le passé. Des entraves commerciales générales à la vigueur proverbiale du franc, en passant par les problèmes des chaînes d'approvisionnement, les entreprises suisses ont résisté à bien des crises grâce à une haute qualité, à l'optimisation constante de l'efficacité et, surtout, à une excellente réputation. Nous sommes convaincus que les ajustements nécessaires porteront leurs fruits dans le contexte des droits de douane américains. Même si ces derniers sont douloureux, tant qu'ils épargneront l'industrie pharmaceutique, essentielle, la Suisse restera sur une trajectoire de croissance solide compte tenu des circonstances.

À l'inverse, la **zone euro** éprouve toujours des difficultés à retrouver une croissance durable. Les incertitudes géopolitiques et, en particulier, les droits de douane américains de 15% compliquent encore cette entreprise. D'autant plus que, selon nous, l'accord commercial scelle une paix très fragile. Si l'Europe ne veut ou ne peut pas honorer les services convenus avec les États-Unis (et c'est ce qui semble se dessiner notamment pour l'achat de produits énergétiques américains), les sanctions douanières américaines pourraient rapidement être revues à la hausse. Conjuguée à une réglementation excessive persistante, au manque de volonté et de capacité de réforme dans les principaux États membres ainsi qu'aux craintes d'endettement croissantes, cette situation continue de freiner la reprise et fait durer le ralentissement conjoncturel.



Santosh Brivio
Senior Economist

Pause de réflexion estivale

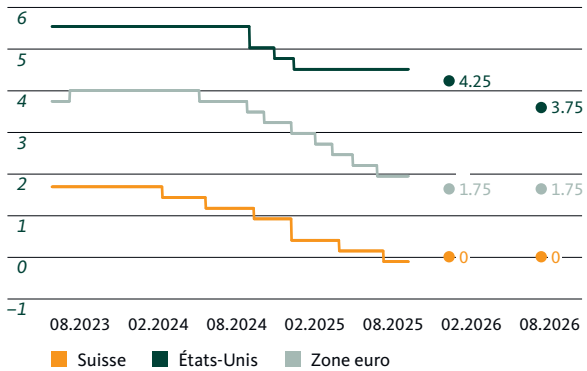
Il n'y aura pas de réunion des banques centrales en août. Toutefois, les gardiens de la monnaie ne manqueront pas de travail à l'approche de l'automne. Malgré la massue douanière américaine, des intérêts négatifs en Suisse restent peu probables.

La divergence d'opinions au sein du Comité de politique monétaire de la **Fed** (FOMC) continue de s'accroître. Malgré les exigences de plus en plus pressantes du président américain d'abaisser sensiblement le taux directeur, le FOMC a décidé, lors de sa réunion de juillet, de ne pas assouplir sa politique monétaire.

La décision n'a pas été unanime: pour la première fois depuis 1993, il y a eu plus d'une voix contre. Aux deux gouverneurs nommés par Donald Trump, Michelle Bowman et Christopher Waller, s'ajoutera très probablement une troisième voix *dovish* (plus souple): le siège devenu vacant suite à la démission d'Adriana Kugler devrait être occupé par Stephen Miran, un intime du président.

Nous pensons toujours que la pause de la Fed en matière d'intérêts durera jusqu'à fin octobre. D'ici là, la Réserve fédérale espère avoir une vision plus claire de l'impact de la politique douanière américaine sur le retour de l'inflation et sur l'emploi. La normalisation du marché du travail après une longue période de surchauffe pourrait placer la Fed devant un difficile exercice d'équilibrage entre ses objectifs.

Pas de taux d'intérêt négatifs en Suisse
Nos prévisions de taux directeurs, en %
Sources: Bloomberg, Banque Migros



La Banque nationale suisse (**BNS**) a déjà épuisé sa marge de manœuvre conventionnelle en abaissant les taux à 0% en juin. Dernièrement, le taux d'inflation a de nouveau dépassé 0%, conformément aux prévisions de renchérissement de la BNS. L'introduction des sanctions douanières américaines sur les exportations suisses grèvera la croissance économique et exercera une pression supplémentaire sur l'industrie axée sur les exportations, en particulier sur de nombreuses PME. Si aucun accord commercial ne peut être conclu à court terme, il est possible que la BNS tente d'atténuer la vigueur du franc.

Les moyens disponibles 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 des mesures à long terme pourraient entraîner des risques politiques.

Dans la zone euro, la BCE se concentre désormais moins sur l'inflation – maîtrisée après une longue lutte – que sur la conjoncture léthargique. Malgré l'accord avec les États-Unis, les droits de douane sont si élevés qu'ils grèvent la croissance économique. L'appréciation de l'euro face au dollar américain, partiellement compensée dernièrement, n'aide pas davantage l'industrie exportatrice. C'est pourquoi nous tablons sur une nouvelle baisse des taux au cours des trois prochains mois.



Valentino Guggia
Economist

Baisse des rendements en Suisse

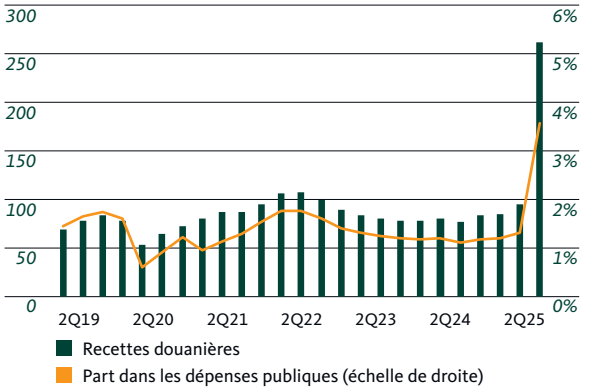
Les taux d'intérêt en Europe ont réagi différemment à l'entrée en vigueur des sanctions douanières. Si les rendements des emprunts d'État de la zone euro n'ont guère augmenté, ceux de la Suisse ont chuté.

Malgré 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. La confiance en la Suisse en tant que pays refuge demeure du fait de la stabilité politique et économique. Ces prochains mois, les taux sur le marché suisse des capitaux devraient s'inscrire dans une marge de négoce étroite évoluant latéralement.

À l'inverse, les titres de la zone euro sont moins fiables, car les taux d'intérêt se sont découplés de l'évolution du taux directeur et restent élevés. Les préoccupations structurelles connues pèsent trop lourdement sur les cours des **emprunts d'État en euros**: le moteur industriel ne démarre toujours pas correctement et les droits de douane américains mettent du sable dans l'engrenage. Et en Europe aussi, les craintes relatives à l'endettement sont revenues au premier plan en raison du financement astronomique du renforcement des capacités de défense, alors que les caisses de nombreux États sont vides. 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.

Dans la situation actuelle, les investisseurs se demandent souvent ce qu'ils doivent faire quant à un engagement dans les **emprunts d'État américains**. Cette question 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. Ce paquet législatif aggrave la situation en creusant considérablement le déficit budgétaire sur plusieurs années, ce que même une hausse marquée des recettes douanières ne peut en aucun cas compenser.

L'hausse des recettes douanières ne suffit pas à réduire le déficit
Recettes douanières en milliards de dollars et leur part dans les dépenses totales de l'État
Sources: US Treasury, Banque Migros



Notre avis reste clair: 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; le rendement réel demeure attrayant. 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, c'est-à-dire des chutes de cours. Même si nous tablons sur une légère baisse des cours des emprunts d'État américains pour le reste de l'année, les risques de décrochage, temporaire du moins, restent élevés.



Valentino Guggia
Economist

Conflicts entre les buts de Trump

Le dollar américain a franchi le creux de la vague. Son potentiel de reprise reste néanmoins limité en raison de la politique douanière et d'endettement américaine. En revanche, le franc reste une valeur refuge, alors que l'euro continue de s'affaiblir.

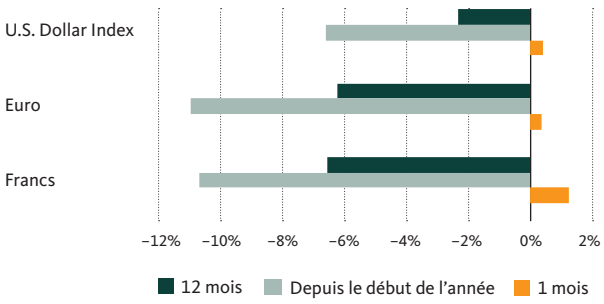
Qu'y a-t-il derrière la politique douanière de Donald Trump? Un calcul stratégique ou bien davantage de l'arbitraire erratique? Alors que le président américain lui-même répondrait sans aucun doute à cette question par le premier, la majorité du reste du monde penche pour le deuxième.

Mais même si ces droits de douane étaient le fruit d'une stratégie brillamment pensée, Donald Trump n'est pas à l'abri de conflits d'objectifs. L'un d'eux se manifeste par la valeur externe du dollar. On sait que le président américain vise le cours le plus bas possible pour le billet vert. En effet, un **dollar** faible favorise le nouvel endettement, puisque les États-Unis peuvent se refinancer dans leur propre devise en raison de son caractère de monnaie de référence. Par ailleurs, il réduit le prix des produits américains exportés sur le marché mondial, ce qui leur confère un avantage concurrentiel.

Or plus la politique douanière et commerciale de Donald Trump soutient la conjoncture américaine, plus le dollar est fort, ce qui va à l'encontre des intérêts du républicain. Il s'agit là d'une situation ironique et paradoxale dans la mesure où, contrairement à l'opinion générale, le marché des changes ne semble pas considérer le régime douanier comme préjudiciable à l'économie américaine, du moins à court terme. Il n'y a guère d'autre explication au fait que le billet vert a franchi le creux de la vague et affiche une légère tendance à la hausse depuis un mois.

Si nous ne pensons pas que les droits de douane profiteront à l'économie américaine à moyen et long terme, nous restons néanmoins convaincus que la politique douanière de Donald Trump ne freinera pas brusquement la conjoncture des États-Unis et que les craintes en la matière s'avèrent exagérées. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que le billet vert continue de gagner du terrain dans l'immédiat, face aussi bien au franc qu'à l'euro. Le potentiel de hausse est toutefois limité, car la croissance de l'économie américaine va sensiblement ralentir et l'endettement budgétaire des États-Unis engendre des incertitudes croissantes.

Le dollar avec des faibles signes de vie
Variation du cours du dollar américain Sources: Bloomberg, Banque Migros



Dans l'ensemble, la pression sur le dollar se maintient donc. Il en va de même pour l'**euro**. Les investisseurs vont sans doute cesser de se replier sur la monnaie unique, et recommencer à porter davantage leur attention sur les difficultés structurelles et conjoncturelles. Par conséquent, l'euro ne dispose guère de potentiel de redressement face au **franc suisse**. L'évolution latérale étroite de la paire de monnaies se poursuit.

En d'autres termes, le franc reste un refuge recherché malgré les droits de douane américains massifs sur les biens d'exportation suisses.



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 août 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.