

Politique monétaire: rendez-vous en 2026

07 Aug 2025 - 07:00

| Sébastien Gyger, BCV

3 minutes de lecture

La BCE et la BNS devraient opter pour un statu quo cet automne, alors que la pression augmente encore sur la Fed pour qu'elle baisse ses taux.



Les relations entre Donald Trump et Jerome Powell, reflets des rapports d'influence entre politique monétaire et politique fiscale? Le reste du monde connaît peu ou prou le prix de ses échanges avec les États-Unis, levant ainsi potentiellement une des inconnues économiques à l'aube de la seconde partie de cette année décidément placée sous le signe des tarifs. Ainsi, s'esquissent aussi les conséquences des décisions américaines sur l'évolution des prix et sur la conduite des budgets. Donc sur les politiques monétaires. Aux États-Unis bien sûr, mais aussi en Europe et en Suisse.

Au-delà de leur instrumentalisation politique, les droits de douane servent à la Maison Blanche à désamorcer les inquiétudes entourant la pérennité de sa dette. Les hausses annoncées devraient, selon les premières estimations, rapporter USD 300 milliards par an, soit environ 1% du PIB, et permettre de combler d'un point de pourcentage le déficit budgétaire américain, avoisinant actuellement 7% du PIB. Un coup d'épée dans l'eau si, dans le même temps, la charge d'intérêts gonfle à l'image de la grenouille qui se rêvait bœuf, elle qui dépasse déjà 3% du PIB.

LA CLÉ DE L'EMPLOI

Depuis 2015, l'endettement des États-Unis a rompu son lien historique avec le cycle économique, puisqu'il n'a cessé de progresser, même en période d'activité soutenue. En cause, des effets structurels – dont le vieillissement de la population –, mais aussi des décisions politiques – baisses des impôts, réarmement, programme MAGA (Make America Great Again), etc. –. Une situation qui ne peut que se tendre avec le Big Beautiful Bill de Donald Trump. Ainsi, la bonne tenue de la conjoncture américaine est restée sans effet sur le déficit public. Certes, il y a eu le COVID, mais au-delà de cette parenthèse aussi violente a-t-elle été, l'économie américaine poursuit sa croissance. Quant au marché de l'emploi, il reste solide. S'il faiblit, comme le démontrent les derniers chiffres publiés, c'est davantage côté offre que côté demande, en raison des mesures prises par la Maison Blanche pour entraver les flux migratoires qui ont porté le marché de l'emploi ces dernières années.

Dans ce contexte, toute baisse de taux permettrait à la Maison Blanche d'alléger la ligne des charges d'intérêts de la dette dans son budget. Or pour Jerome Powell, la politique tarifaire de Donald Trump représente un frein à l'assouplissement de sa politique monétaire en raison des risques qu'elle fait peser sur une inflation pas encore maîtrisée aux États-Unis. D'ailleurs, les risques de stagflation – croissance atone et inflation tenace – persistent dans l'esprit des marchés.

DOMINANCE FISCALE

En période de crise – on l'a vu en 2008 et en 2020 – politique monétaire et politique budgétaire ont su agir de concert afin d'éviter le pire. Si dans la reprise qui a suivi, les banques centrales ont poursuivi leur mission en toute crédibilité, l'on arrive à un point où leur marge de manœuvre s'amenuise, voire s'oppose aux intérêts des politiques. C'est donc vrai aux États-Unis, où, même s'il devait rester en place jusqu'à la fin de son mandat, Jerome Powell ne peut que subir l'impact de la politique budgétaire du gouvernement républicain sur l'économie. Une situation de dominance fiscale qui conduit à détacher encore davantage décision monétaire et cycle économique. voire à s'interroger sur l'indépendance réelle de la Fed.

À la suite de la publication de chiffres de l'emploi décevants le 1er août, les investisseurs se montrent toujours plus convaincus que la Banque centrale américaine baissera ses taux à plusieurs reprises dès septembre. Bonne nouvelle? Pas forcément dans la mesure où cela signifierait que les autorités monétaires ont identifié des risques prononcés pour l'économie américaine – notamment sur l'emploi – ou qu'elles ont plié devant l'exigence serinée par Donald Trump d'agir, sacrifiant ainsi leur crédibilité. Ni l'un ni l'autre n'est en fait fondamentalement souhaitable. Et pourtant, les marchés se montrent pour l'heure sereins à en croire l'évolution latérale des bons du Trésor américain à 10 ans et la stabilisation relative du dollar.

STATU QUO EUROPÉEN

Sur l'autre rive de l'Atlantique, la Banque centrale européenne (BCE) craint, elle, un mouvement de désinflation si le dollar faiblit – ce que recherche Donald Trump pour favoriser les exportations américaines. Après avoir atteint son objectif de 2% de progression des prix, elle a mis sa politique de resserrement monétaire sur pause. Elle attend de mieux cerner les effets de la redéfinition de règles du commerce mondial sur son économie et sur une inflation qu'elle voit être plus volatile à l'avenir. Les conséquences de l'accord signé en Écosse avec Donald Trump devraient en effet diverger au sein de l'Union européenne, dans la mesure où le taux de 15% appliqué aux produits européens est uniforme, alors même que les relations commerciales avec les États-Unis diffèrent selon les pays. En ce sens, Donald Trump force l'Europe à penser Europe.

Par ailleurs, Bruxelles et les gouvernements des Vingt-Sept sont appelés à trouver une voie acceptable pour améliorer la productivité du Made in Europe dans la foulée du rapport Draghi. Un programme de mesures qui permettrait aux politiques d'apporter leur écot à la bataille pour le positionnement de l'économie européenne dans le monde. Mais un

programme de mesures qui doit désormais compter avec les dépenses contraintes par le deal sur les droits de douane concédé à Washington. L'accord comprend en effet des dépenses aux États-Unis dans différents domaines pour plus d'USD 1000 milliards sur les années à venir pour des gouvernements déjà à l'étroit dans leur budget respectif.

Dans ce contexte incertain encore fortement lié aux tarifs, les autorités monétaires européennes préconisent, pour les citer, un «pragmatisme agile». Il devrait se traduire par une poursuite du statu quo. À moins que la paire euro-dollar ne devienne un obstacle. La mise à mal des institutions américaines s'avère en effet négative à moyen et long terme pour le billet vert.

LA BNS DANS L'ATTENTE

Agilité, la BNS sait ce que cela signifie, elle qui, depuis, de longues années désormais, doit surprendre et innover pour combattre les effets du franc fort sur le tissu industriel national. Mais les politiques non conventionnelles, comme leur nom l'indique, ont un pouvoir limité. En abaissant son taux directeur à 0% en juin, la BNS a réduit sa capacité d'intervention. Une poursuite du statu quo de la BCE lui serait favorable à l'heure où une grande partie des acteurs politiques et économiques du pays craignent le retour des taux négatifs. Une probabilité qui convainc peu les marchés actuellement, mais qui pourrait gagner en force si l'économie pliait sous l'effet des droits de douane américains infligés aux produits suisses.

La situation de la Banque nationale s'avère à la fois plus et moins confortable que celle de la Fed ou de la BCE. Plus confortable, car la Suisse vit sous le régime du frein à l'endettement et présente un taux d'endettement sain. Moins confortable, car l'orthodoxie budgétaire de Berne limite les mesures de soutien à l'économie. Qui plus est si les droits de douane imposés par Donald Trump entrent, tels quels, en vigueur. Les regards se tournent vers les entreprises. Jusqu'où la corde de leur résilience désormais quasi légendaire tiendra-t-elle?

À l'aube d'un automne qui s'annonce à visibilité réduite, les Banques centrales ont fait – voire vont faire – ce qu'il leur incombait, il ne devrait pas se passer grand-chose avant de mesurer les conséquences réelles de la politique économique de Donald Trump. Sauf, bien sûr, si Jerome Powell devait démissionner. Rendez-vous en 2026.

-



Sébastien Gyger

Directeur de la Politique d'investissement

Sébastien Gyger est directeur du département Politique d'investissement à la BCV depuis le 1^{er} mai 2023. Titulaire d'un doctorat EPFL, il a exercé différentes fonctions et responsabilités dans les domaines de la stratégie de placement, de l'allocation d'actifs, de la gestion de portefeuilles ou encore de la sélection de fonds à la Banque Rothschild & Co, à la Banque Pâris Bertrand ou encore chez Lombard Odier. Il est Chartered Financial Analyst (CFA) et Certified Wealth Management Advisor (CMWA).



La BGV est une banque universelle présente depuis 1845 dans le canton de Vaud. Elle est notamment active dans la gestion institutionnelle en Suisse. Elle propose son expertise sous forme de mandats sur mesure, de conseil ou de fonds de placement couvrant l'ensemble des grandes classes d'actifs pour une clientèle institutionnelle et privée.