

# «Un retour aux taux négatifs n'est pas justifié»

**CONJONCTURE** A court terme, l'économie mondiale résiste aux bouleversements provoqués par Donald Trump. Les grandes tendances amorcées avant son retour se confirment toutefois, selon Valérie Lemaigre, cheffe économiste de la BCGE

PROPOS RECUÉILLIS PAR ALINE BASSIN

Beaucoup de bruit pour rien? Si l'inflation augmente légèrement aux Etats-Unis, les prix ne se sont pour l'heure pas envolés sous l'effet des droits de douane introduits par l'administration américaine en août. Wall Street bat des records, la bourse de Zurich ne s'est pas effondrée malgré les taxes de 39% qui majorent désormais les biens industriels (à l'exception des médicaments et de l'or) envoyés par les entreprises suisses outre-Atlantique.

Il faut toutefois se méfier des apparences et patienter avant de tirer des conclusions sur l'évolution de l'économie mondiale en voie de relative fragmentation. Avec une grande interrogation qui dépasse largement le seul cadre américain: la Réserve fédérale parviendra-t-elle à garder son indépendance? Décryptage avec Valérie Lemaigre, cheffe économiste de la Banque cantonale de Genève.

**Ce printemps, le «Wall Street Journal» a railé Donald Trump, relevant qu'il finissait toujours par faire machine arrière. En août, il est toutefois passé à l'acte, la Suisse en sait quelque chose. Qu'est-ce qui est pire pour l'économie mondiale selon vous?** Pour les entreprises, le pire, c'est l'incertitude. Le fait que les mesures soient désormais mises en place devrait donc stabiliser un peu les perspectives pour elles. L'impact direct des droits de douane est toutefois encore difficile à évaluer. On est passé, depuis les premières réflexions du mois d'avril, d'une moyenne proche de 3% à près de 17%, et cela pourrait encore augmenter. Mais pour l'instant, on ne constate pas d'effet immédiat sur les prix. Sur les exportations, c'est encore illisible entre les achats préventifs et les effets de stockage.

En revanche, ce qui ressort très clairement, c'est que les entreprises restreignent et reportent leurs investissements. Les seuls qui se poursuivent concernent la technologie: l'équipement informatique, l'intelligence artificielle (IA) et les centres de données. Ce phénomène concentre l'activité sur un nombre limité de secteurs. On espérait que l'IA diffuse ses usages dans toute l'économie mais ce n'est pas encore le cas.

**Est-ce que cette concentration fausse l'image que l'on a actuellement de l'économie américaine?** Très certainement. Ce sont essentiellement les grands groupes et les entreprises actives dans la technologie qui sont par exemple à l'origine de la recherche et du développement dans ce pays. Nous assistons à une concentration réelle de l'activité économique et des bénéfices. La bourse n'est que le reflet de cette situation. Plus de 30% des bénéfices des sociétés cotées, de la capitalisation boursière et des investissements se concentrent aujourd'hui aux Etats-Unis dans quelques secteurs liés à la technologie et la communication.

**En quoi est-ce problématique?** Le risque, c'est que si un secteur aussi important connaît des difficultés, l'impact se reflète immédiatement sur l'ensemble de la bourse. Aujourd'hui, cette concentration des indices – qu'ils soient américains, ou suisses d'ailleurs – se retrouve autour de la technologie, de la communication et de la pharma. On peut également imaginer que la défense devienne beaucoup plus importante ces prochaines années.

**Le covid puis la guerre en Ukraine ont vraiment marqué un tournant, avec une volonté des Etats et des entreprises de mieux maîtriser les chaînes d'approvisionnement, et de gagner en indépendance dans ces secteurs stratégiques.**



Valérie Lemaigre, cheffe économiste de la BCGE: «Ce qui ressort très clairement de l'instauration des droits de douane américains, c'est que les entreprises restreignent et reportent leurs investissements.» (GENÈVE, 10 SEPTEMBRE 2025/DAVID WAGNIERES POUR LE TEMPS)

Ces trois secteurs d'activité sont très sensibles aux ressources de base telles l'énergie, les terres rares, et le dollar. Dans un contexte géopolitique tendu comme celui qui nous connaît aujourd'hui, le moindre problème d'accès ou de pression sur les prix de ces ressources peut provoquer des réactions très fortes. Il ne s'agit donc pas de privilégier un secteur unique mais de diversifier les activités et réduire les dépendances dans ces domaines essentiels.

**La Suisse connaît aussi une importante concentration économique, mais dans la pharma. Est-ce que cela peut être une bombe à retardement?** Une bombe à retardement, peut-être pas. C'est un secteur stratégique (contrairement à l'automobile en Allemagne). Mais le problème, selon moi, c'est vraiment cette concentration très forte. Certains disent que ce n'est pas grave puisque Roche et Novartis produisent déjà aux Etats-Unis. C'est vrai, et ils y développent aussi de plus en plus leur recherche et développement. Mais cela ne règle pas tout.

Pour l'instant, la pharma échappe aux droits de douane – rappelons au

passage que c'est une règle de l'OMC. En revanche, Donald Trump pourrait décider de faire baisser les prix des médicaments sur le marché américain car ils y sont en moyenne deux à trois fois plus élevés qu'en Europe. Si c'est le cas, la production sur place sera toujours possible mais la rentabilité internationale des grands groupes suisses sera

## «La volonté de Donald Trump de prendre le contrôle de la Fed est très inquiétante»

directement affectée. Cela réduirait les bénéfices rapatriés et fragiliserait notre position extérieure. Donc pour moi, le problème de la Suisse, c'est vraiment cette dépendance externe à un secteur, lui-même sensible à ses échanges avec les Etats-Unis et au dollar.

**Mais pour les entreprises qui cherchent la diversification, la défense, autre secteur qui gagne en importance, n'est pas adaptée à l'ADN politique et économique de la Suisse. Faut-il s'en inquiéter? Swissmem demande par exemple à la Confédération davantage de souplesse pour l'industrie des machines, des équipements et des métaux. Je préfère me concentrer sur l'aspect économique. L'enjeu, c'est de développer une stratégie industrielle globale, notamment à travers la collaboration avec l'Europe et les interactions avec le secteur de la défense, qui, ne l'oubliions pas, est crucial pour stimuler innovation et productivité. Il ne faut pas oublier que la défense, ce n'est pas que de l'armement, des coûts et des investissements à fonds perdu. C'est aussi un levier d'innovation. Pour notre continent, ce secteur représente une occasion de développer des capacités technologiques supplémentaires.**

**Tout le monde semble obsédé par l'industrie alors que les économies avancées ont plutôt tendance à se «tertialiser». N'a-t-on pas tort de négliger le secteur des services?** Dans les ser-

vices, on observe une diversification beaucoup plus large. Depuis la crise du covid, le tourisme et les loisirs, par exemple, sont devenus une composante importante de la consommation privée. Leur part peut atteindre 30% du budget des ménages. Et ces activités se développent surtout en Europe, moins aux Etats-Unis. L'Espagne, l'Italie et la Grèce en ont beaucoup bénéficié et, aujourd'hui, une part importante de la croissance européenne provient de ces pays.

A l'inverse, l'Allemagne illustre les limites d'une trop forte concentration sectorielle: son industrie automobile est en difficulté depuis plusieurs années, faute de restructuration, car ce secteur n'appartient plus aux filières stratégiques. La Suisse, elle, bénéficie du fait que sa spécialisation est justement dans un secteur clé. Mais elle n'est pas la seule: la Belgique, par exemple, dépend aussi fortement de la pharma.

Depuis la crise du covid, tout le monde a tendance à se recentrer sur l'industrie manufacturière stratégique, alors que dans la réalité, c'est la consommation des ménages qui reste le vrai moteur de croissance, même à un rythme modéré. A nouveau on s'attache au ralentissement de la consommation de biens durables, alors que celle des services progresse.

**Les finances publiques jouent un rôle important dans les secteurs stratégiques que vous évoquez. Or on observe de fortes tensions sur le marché obligataire.** Attention, dans l'environnement obligataire, il faut distinguer deux grandes dimensions. D'un côté, il y a l'inflation et la question de savoir si les tarifs douaniers vont l'affecter ou non. De l'autre, il y a la dette publique: est-elle financable et soutenable à long terme? Ce qui compte, c'est de bien comprendre les déterminants des taux à court et moyen termes: l'objectif d'inflation et l'objectif de croissance. Dans un premier temps, les marchés ont craint que les tarifs fassent grimper l'inflation. Mais très vite, les analyses ont montré que leur impact restait limité.

A cet égard, un sujet plus préoccupant se dessine: la volonté de Donald Trump de prendre le contrôle de la Réserve fédérale. Or, la Fed travaille depuis plus de quarante ans avec une relative indépendance et, sauf épisode temporaire, a encré l'inflation. Si celle-ci venait à être remise en cause, ce serait une source d'instabilité bien plus forte pour les marchés.

**En Suisse, l'inflation est très faible. Pas assez pour justifier un retour aux taux négatifs à la fin du mois?**

Pour revenir à des taux d'intérêt négatif, il faudrait un risque important de déflation. Aujourd'hui, ce n'est pas le cas. Au niveau global, le renchérissement reste légèrement positif, autour de 0,2%. Mais ce qui est plus important encore pour la politique monétaire, c'est que les prix domestiques continuent de progresser, à environ 0,8%, et qu'ils montrent une certaine rigidité à la baisse. En clair, nous ne sommes pas dans des conditions qui justifient un retour aux taux négatifs. Ce serait un signal fort de déflation, alors que les prix importés sont plus sensibles, mis à part les prix de l'énergie en USD, au cours de change EUR/CHF qui est stable depuis le début de l'année.

Bien sûr, on observe un ralentissement dans l'industrie, en particulier pour les PME exposées à l'international et qui attendent moins d'incertitude – mais l'activité domestique reste solide notamment grâce à la situation financière des particuliers et des entreprises. ■