

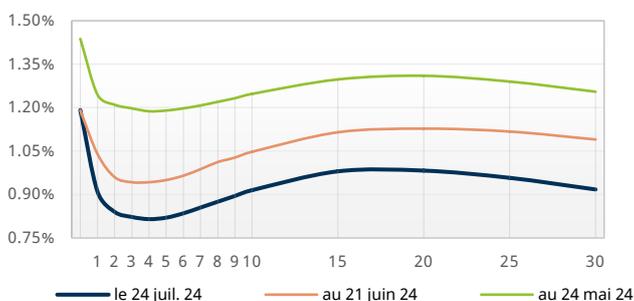
## Suisse

La courbe des swaps de taux d'intérêt suisses a enregistré un recul surprenant ces dernières semaines, toutes durées confondues (graphique 1). Cela s'explique en premier lieu par le fait qu'un assouplissement plus important de la politique monétaire est désormais pris en compte dans les prix, ce qui n'était pas le cas jusqu'au mois dernier. Actuellement, un taux SARON de 0,78% est pris en compte après la réunion de mars de l'année prochaine, ce qui contraste fortement avec les prévisions des économistes qui, selon les enquêtes Bloomberg, s'attendent pour la plupart à un taux directeur de 1,0% jusqu'à l'année prochaine (figure 2).

L'argumentation en faveur d'un taux directeur de 1,0% s'appuie sur le concept de taux d'intérêt neutre, considéré comme un point de référence important pour l'élaboration de la politique monétaire. De nombreux économistes partagent l'opinion selon laquelle le taux d'intérêt neutre se situe à 0,0%. Il en résulte, pour une prévision d'inflation à long terme de 1,0%, un taux d'intérêt neutre nominal de 1,0%. A ce niveau, l'épargne et l'investissement seraient en équilibre, de sorte que l'économie ne serait ni surchauffée ni ralentie.

Depuis des décennies, les facteurs structurels indiquent une tendance à la baisse pour le taux d'intérêt neutre. Toutefois, compte tenu du contexte macroéconomique actuel, on peut se demander si ce taux d'intérêt pourrait désormais être plus élevé. Cette question est complexe et il n'est pas facile d'y répondre, d'autant plus que le taux d'intérêt neutre n'est pas directement observable. En raison de sa nature théorique, il devrait y avoir une interaction permanente entre la BNS et le marché, dans le cadre de laquelle la BNS évalue en permanence les effets de ses ajustements de taux et se rapproche progressivement du taux neutre réel, plutôt que de se fixer sur une valeur fixe. Une analyse permanente des coûts et des bénéfices est essentielle.

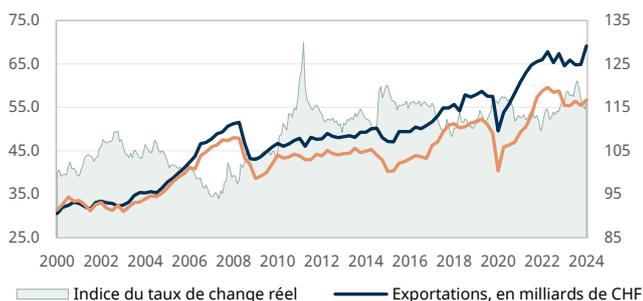
Figure 1 : Courbe de swap



**Remarque :** les courbes de swap servent de représentation graphique de la structure sous-jacente des taux d'intérêt sur le marché suisse des swaps. Les taux de swap respectifs à la date de référence pour les différentes durées (en années) forment ensemble la courbe de swap.

**Source :** données de Refinitiv Eikon, 24.07.2024

Figure 3 : Commerce extérieur suisse et taux de change réel



**Remarque :** le graphique montre l'évolution historique du commerce extérieur suisse (nominal, trimestriel) et de l'indice du taux de change réel. Cet indice montre l'évolution du taux de change du franc suisse par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux de la Suisse, corrigée de l'inflation ou de l'évolution des prix à la consommation.

**Source :** données de la BNS, OFAC, 24.07.2024

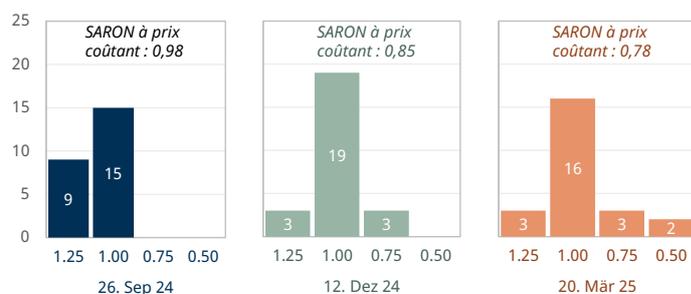
Si la BNS surestime le taux d'intérêt neutre et reste trop restrictive, la déflation, un franc fort et un ralentissement de l'activité économique apparaîtront comme effets secondaires. La réaction appropriée serait une baisse des taux d'intérêt. D'un autre côté, si la BNS abaisse trop fortement les taux d'intérêt et sous-estime le taux d'intérêt neutre, cela s'accompagnerait d'une hausse de l'inflation, d'un affaiblissement du franc et d'une surstimulation de l'économie. Compte tenu de la faiblesse conjoncturelle actuelle, les coûts sont plus importants dans le premier scénario que dans le second, raison pour laquelle la BNS devrait avoir tendance à continuer à baisser les taux en dessous de 1,0%.

Au deuxième trimestre de cette année, le commerce extérieur suisse a connu une évolution extrêmement réjouissante, ce qui souligne la compétitivité globale de la Suisse (figure 3). Toutefois, ce succès est soumis à la pression d'un franc suisse qui s'apprécie. Avec les assouplissements à venir de la politique des taux d'intérêt par la Fed et la BCE, cette pression pourrait à nouveau s'accroître. En guise de contre-mesure, la BNS pourrait envisager des baisses préventives des taux d'intérêt. Si le franc devait par la suite se déprécier trop fortement, une réaction par des ventes de devises serait envisageable. Ces mesures permettraient également à la BNS de continuer à réduire son bilan, qui s'est accru ces dernières années à la suite d'importantes interventions sur les devises, ou de ne plus l'accroître, afin de garantir une plus grande flexibilité pour les interventions futures (figure 4).

## Nos anticipations

Nous nous attendons à une nouvelle baisse du taux directeur en septembre. Nous n'excluons pas une baisse supplémentaire en décembre. Au plus tard après la réunion de mars 2025, nous prévoyons un taux directeur de 0,75%.

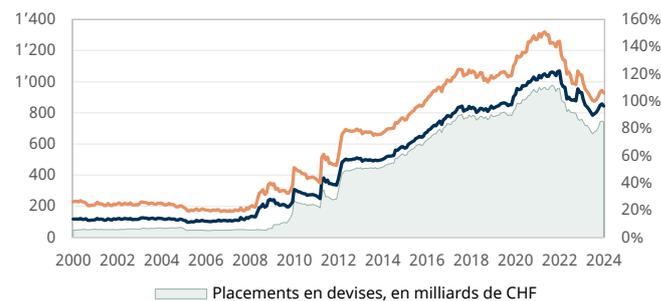
Figure 2 : Enquêtes d'économistes vs. SARON implémenté sur le marché



**Remarque :** le graphique montre les résultats des enquêtes régulières menées par Bloomberg auprès des économistes, qui enregistrent l'évolution attendue du taux directeur pour les prochaines évaluations de la situation monétaire. A titre de comparaison, le taux SARON, dérivé des taux swap, est représenté ci-dessus. Il est toujours intégré dans les prix après la réunion correspondante.

**Source :** données Bloomberg, Refinitiv Eikon, 24.07.2024

Figure 4 : Bilan de la BNS



**Remarque :** le graphique montre la taille du bilan de la BNS ainsi que le poste d'actif Placements de devises. Les placements de devises sont les placements de la BNS en monnaies étrangères sous forme d'obligations étrangères, d'actions et d'avoirs auprès d'autres banques centrales.

**Source :** données de la BNS, OFS, 24.07.2024

## International

Les marchés des taux d'intérêt se montrent confiants : ils s'attendent à ce que la Fed commence à baisser ses taux directeurs en septembre. Cette attente se fonde moins sur l'évolution actuelle de l'inflation que sur les inquiétudes concernant la situation économique. La BCE, qui a fait une pause lors de sa réunion de juillet, devrait elle aussi assouplir sa politique de taux en septembre.

Aux États-Unis, l'inflation évolue certes dans la direction souhaitée, mais très lentement (figure 5). Une évolution positive a été observée récemment pour les coûts du logement, qui ont enregistré une hausse des prix moins importante. Néanmoins, les pressions sur les prix dans le secteur des services persistent, notamment en raison des taux de croissance élevés des salaires, qui évoluent certes lentement mais continuellement dans la bonne direction. Dans l'ensemble, on constate un léger regain de confiance dans l'évolution de l'inflation dans la direction souhaitée, même si la prudence est encore de mise.

Néanmoins, une hausse complète des taux d'intérêt est anticipée pour septembre (figure 6). Cette mesure est notamment motivée par le ralentissement persistant du marché du travail, caractérisé par une augmentation du taux de chômage, une diminution des postes vacants et un ralentissement de la croissance de l'emploi (figure 7). Alors que les deux premiers indicateurs signalent un retour à un niveau antérieur à la pandémie, la croissance de l'emploi reste toujours plus forte qu'avant la période de crise pandémique.

Un marché du travail plus faible entraîne une baisse des dépenses de consommation et, en fin de compte, un ralentissement de la dynamique économique. Les données économiques qui seront publiées au cours du reste

de la semaine permettront de déterminer dans quelle mesure l'économie s'est effectivement refroidie. Dans ce contexte, des données faibles pourraient être considérées comme une bonne nouvelle, car elles indiquent que les mesures de politique monétaire de la Fed portent leurs fruits.

Tout comme les hausses de taux ont un effet retardé sur l'économie, il en va de même pour les baisses de taux. Le moment est donc venu pour la Fed de commencer à baisser ses taux d'intérêt, malgré la persistance d'une inflation tenace. Le mois de septembre pourrait s'avérer être un bon moment et la réunion de juillet devrait être déterminante à cet égard.

L'évolution des salaires est un facteur critique pour l'orientation future de la politique monétaire de la BCE (figure 8). Bien que les données actuelles ne plaident pas en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire, les résultats des enquêtes indiquent un possible ralentissement cette année et l'année prochaine. La BCE a besoin d'autres points de données pour obtenir des éclaircissements sur l'évolution future des salaires. C'est la raison pour laquelle la BCE a renoncé, lors de sa réunion de juillet, à exercer un contrôle clair sur les attentes en matière de taux d'intérêt, préférant souligner à nouveau que ses décisions dépendent des données. En revanche, sur le marché des taux d'intérêt, on s'attend déjà à une hausse complète des taux (figure 6).

## Nos anticipations

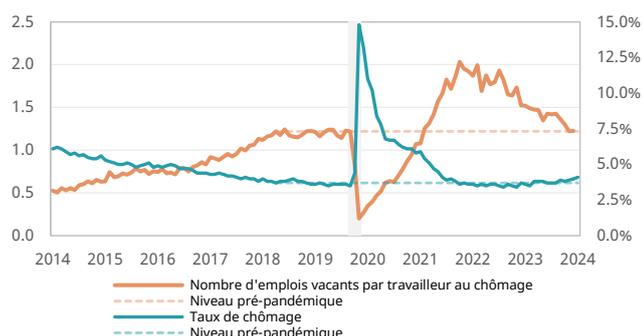
Nous nous attendons à ce que la Fed et la BCE réduisent toutes deux leurs taux d'intérêt de 25 points de base en septembre et prennent chacune une nouvelle mesure d'ici la fin de l'année.

Figure 5 : Évolution de l'inflation aux États-Unis



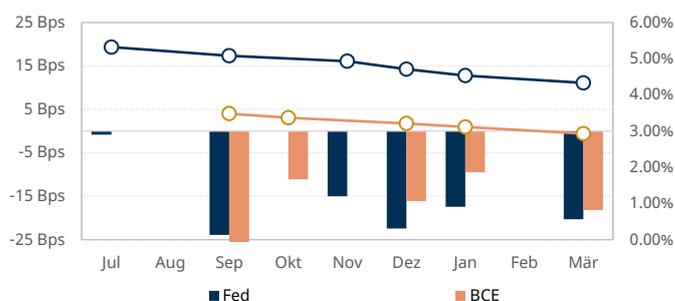
**Remarque :** le graphique montre l'évolution historique des taux de variation annuels de différents indices de prix à la consommation et à la production américains. L'indice des loyers de l'IPC est basé sur des loyers équivalents à ceux des propriétaires. L'évolution des prix des salaires représentée correspond à la moyenne mobile sur trois mois du salaire horaire médian pondéré.  
**Source :** données de Fred, au 24.07.2024

Figure 7 : Marché de l'emploi américain



**Remarque :** le graphique illustre l'évolution du marché du travail américain. La zone ombrée marque la phase de récession pendant la pandémie.  
**Source :** données de Fred, au 24.07.2024

Figure 6 : Évolution des taux directeurs implémentés sur le marché



**Remarque :** le graphique illustre l'évolution des taux directeurs de la Fed et de la BCE (axe de droite) en fonction du marché. Ceux-ci sont dérivés des Fed Funds Futures ou des Overnight Index Swaps. L'axe de gauche représente les ajustements implicites des taux d'intérêt (en points de base) pour le mois au cours duquel une réunion de politique monétaire est prévue.  
**Source :** données de Refinitiv Eikon, au 24.07.2024

Figure 8 : Évolution des salaires dans la zone euro



**Remarque :** le graphique montre l'évolution de différents indicateurs de suivi de l'évolution des salaires dans la zone euro.  
**Source :** données de ECB Data Portal, GitHub, au 24.07.2024

## CONTACT



Burak Er, CFA  
Responsable de la recherche

Avobis Group SA  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zurich

T : +41 58 255 49 09  
burak.er@avobis.ch

Situation au 24 juillet 2024

**Clause de non-responsabilité**

Les informations fournies le sont à des fins publicitaires. Elles ne constituent pas un conseil en matière d'hypothèque et/ou d'investissement, ne se fondent pas d'une autre manière sur une prise en compte de la situation personnelle du destinataire et ne sont pas le résultat d'une analyse financière objective ou indépendante. Les informations fournies ne sont pas juridiquement contraignantes et ne constituent ni une offre ni une invitation à conclure une transaction financière. Ces informations ont été élaborées par Avobis Group AG et/ou les entreprises qui lui sont liées (ci-après Avobis) avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et opinions contenues dans ce document représentent le point de vue d'Avobis au moment de sa rédaction et peuvent être modifiées à tout moment et sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Avobis ne donne aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité des informations et décline toute responsabilité en cas de perte résultant de l'utilisation des informations. Sauf mention contraire, tous les chiffres ne sont pas vérifiés. Les informations contenues dans ce document sont destinées à l'usage exclusif du destinataire. Ni les présentes informations ni leurs copies ne peuvent être envoyées ou emportées aux Etats-Unis d'Amérique, ni être distribuées aux Etats-Unis d'Amérique ou remises à des US Persons (au sens de la Regulation S du US Securities Act de 1933, dans sa version en vigueur). Toute reproduction partielle ou totale de ces informations est interdite sans l'autorisation écrite d'Avobis.