

## Suisse

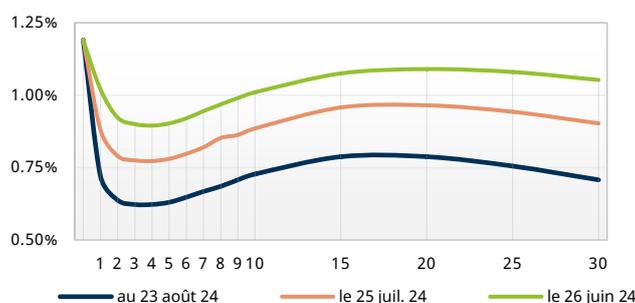
Après les surprises des deux dernières séances, l'examen de la situation économique et monétaire de septembre pourrait également apporter des développements inattendus, puisqu'une baisse des taux d'intérêt de 50 pb est en jeu. Il sera décisif de savoir si les conditions-cadres de la politique monétaire justifient une telle mesure et si Thomas Jordan, peu avant son départ, soutiendra cette décision marquante.

La courbe des swaps de taux d'intérêt enregistre une nouvelle baisse ce mois-ci, avec des taux qui se sont déplacés presque parallèlement d'environ 15 pb pour les échéances supérieures à un an (figure 1). La normalisation de la courbe des taux s'éloigne donc encore un peu plus.

Cette tendance à la baisse des taux swap est clairement due aux attentes croissantes de baisses potentielles des taux d'intérêt (figure 2). Depuis environ un an, ces anticipations ont non seulement entraîné une baisse des taux d'intérêt sur les échéances à court terme, comme les deux ans, mais se sont également répercutées sur les échéances plus longues, jusqu'à dix ans. Il n'existe donc une marge de manœuvre supplémentaire pour une baisse des taux d'intérêt à long terme que si la BNS procède à un assouplissement plus important que ce que le marché prévoit actuellement.

Les taux swap infra-annuels permettent de déduire que des baisses de taux cumulées d'environ 65 pb sont déjà intégrées dans le prix pour les douze prochains mois, ou sur les quatre prochaines séances, 30 pb étant attribués à la prochaine séance. Certains acteurs du marché se prémunissent donc contre une éventuelle baisse des taux d'un demi-point de pourcentage en septembre et n'excluent pas une action plus agressive de la BNS.

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 différents durées (en années) forment ensemble la courbe de swap.

**Source :** données de Refinitiv Eikon, 26.08.2024

Figure 3 : Prédiction d'inflation de la BNS



**Remarque :** le graphique montre l'évolution actuelle de l'inflation et présente en même temps les prévisions de la BNS en matière d'inflation, telles qu'elles ont été établies au moment de chaque dernière appréciation de la politique monétaire. Ces prévisions reposent notamment sur l'hypothèse que le taux directeur reste inchangé pendant toute la période de prévision de trois ans.

**Source :** données de la BNS, OFS, au 26.08.2024

La BNS a commencé très tôt à baisser ses taux d'intérêt et a agi de manière préventive. Au vu de l'orientation de sa politique monétaire jusqu'à présent, une telle mesure serait justifiée en septembre si le franc continuait à s'apprécier et si la désinflation était plus forte que prévu en Suisse.

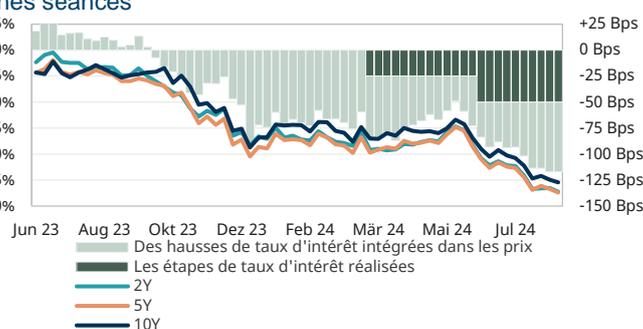
Les dernières prévisions d'inflation de la BNS indiquent qu'une trajectoire d'inflation proche de 1,0% est considérée comme suffisante (figure 3). Les données d'inflation de juillet soutiennent déjà le cas d'une baisse des taux. Si la désinflation continue d'augmenter dans les données à venir, notamment en août, une baisse des taux d'intérêt de 50 pb pourrait devenir probable.

Les baisses de taux d'intérêt imminentes de la Fed et les craintes de récession aux Etats-Unis devraient encore accentuer la pression sur le franc. La BNS continuera probablement d'intervenir en cas de fluctuations à court terme des cours, mais ne procédera pas, dans le contexte actuel des taux d'intérêt, à des achats à grande échelle de devises étrangères, comme elle l'a fait depuis la crise financière (figure 4). Comme le taux directeur n'a pas encore atteint sa limite inférieure, la BNS continuera à utiliser l'instrument des taux d'intérêt et à élargir le différentiel de taux d'intérêt pour contrer les pressions à la hausse. Dans ce contexte, une hausse des taux de 50 pb pourrait être nécessaire dans certaines circonstances.

## Notre anticipation

Nous prévoyons désormais une baisse des taux de 25 pb au cours de chacune des trois prochaines séances comme scénario de base. Si le franc continue à se renforcer et que les données sur l'inflation pour août sont nettement positives, cela pourrait ouvrir la voie à une baisse des taux de 50 pb en septembre. Dans ce scénario, il faut s'attendre à une baisse des taux d'intérêt à long terme.

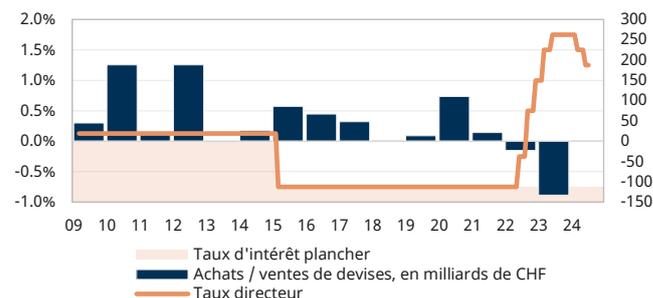
Figure 2 : Taux d'intérêt du marché à long terme et progression des taux d'intérêt intégrée dans les prix pour les quatre prochaines séances



**Remarque :** le graphique montre l'évolution historique des taux d'intérêt des swaps pour des durées de 2, 5 et 10 ans ainsi que les hausses de taux d'intérêt déjà effectuées et celles intégrées dans les prix pour les quatre prochaines séances à partir de l'examen de la situation économique et monétaire du 22 juin 2023, lors duquel le taux directeur de la BNS a été relevé pour la dernière fois de 1,50% à 1,75%.

**Source :** données de Refinitiv Eikon, 26.08.2024

Figure 4 : Interventions de la BNS sur le marché des changes



**Remarque :** le graphique montre les achats ou les ventes nets de devises de la BNS en milliards de CHF, effectués durant l'année concernée, ainsi que l'évolution du taux directeur et du taux plancher. Le taux plancher marque le niveau en dessous duquel la BNS ne peut pas baisser davantage le taux directeur, car cela compromettrait l'efficacité de la politique monétaire. Données jusqu'à la fin du 1er trimestre 2024.

**Source :** données de la BNS, 26.08.2024

## International

Jerome Powell a annoncé lors du symposium économique de Jackson Hole que le moment était venu de baisser les taux d'intérêt. Alors que le risque de hausse de l'inflation a diminué, le risque de baisse du marché du travail a augmenté. Un nouveau ralentissement du marché du travail ne sera pas toléré par la Fed, et il semble que l'économie américaine soit déjà proche de ce seuil critique.

Les politiques monétaires des banques centrales du monde entier, y compris désormais la Fed, sont désormais largement coordonnées et la phase de désinflation favorise un nouvel assouplissement de la politique des taux d'intérêt (figure 5).

Un autre instrument, le resserrement quantitatif (Quantitative Tightening, QT), utilisé depuis la mi-2022 environ par plusieurs banques centrales parallèlement aux hausses de taux d'intérêt, a jusqu'à présent apporté une restriction supplémentaire au système financier sans perturber les marchés monétaires et reste en vigueur (figure 6). Bien que le QT et les baisses de taux agissent par des canaux différents, ils ont en principe des effets opposés. Avec le passage de la Fed à une phase de baisse des taux d'intérêt, le programme QT devrait également prendre fin dans un avenir proche, dans le cadre d'un processus ordonné, dont la réunion de septembre pourrait éventuellement donner les premiers indices.

L'évolution de l'emploi sur le marché du travail américain au cours des douze derniers mois peut être considérée comme robuste malgré la récente révision. L'estimation officielle de l'emploi total pour la période allant d'avril 2023 à mars 2024 a été révisée à la baisse de 818 000. Cet ajustement correspond à une révision à la baisse d'environ 0,50% et signifie que la croissance mensuelle de l'emploi a été d'environ 174'000 en moyenne,

par rapport aux 242'000 annoncés précédemment. Malgré cette révision importante, la croissance de l'emploi reste plus forte qu'avant la pandémie. Un ajustement de cet ordre de grandeur était toutefois plus ou moins attendu, car le modèle sous-jacent a tendance à sous-estimer ou à surestimer la situation en cas de cycles économiques volatils (figure 7).

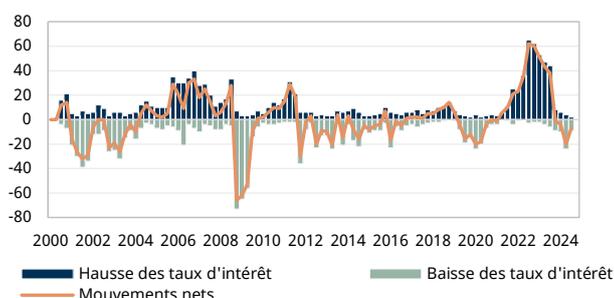
Néanmoins, de nombreux éléments indiquent un ralentissement du marché du travail et les signes de faiblesse se multiplient. Des données négatives pourraient inciter la Fed à agir plus rapidement et plus fermement. Les pressions inflationnistes, qui ont nettement diminué selon les données actuelles et les estimations des minutes de la Fed pour la réunion de juillet, ne devraient plus jouer qu'un rôle secondaire.

Il sera intéressant d'observer si la Fed parviendra effectivement à un atterrissage en douceur de l'économie et à éviter une récession. Un signe fort de l'imminence d'une récession est l'inversion de la courbe des taux. Cet indicateur a été un précurseur fiable d'une récession neuf fois sur dix au cours des 70 dernières années (figure 8).

## Notre anticipation

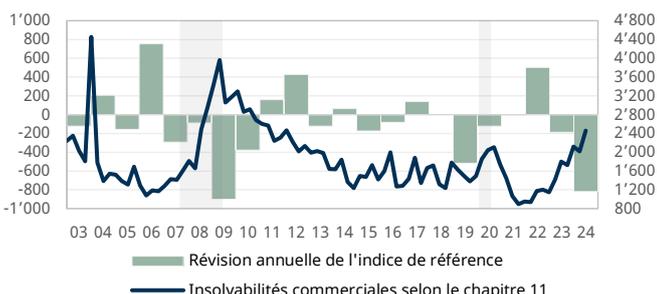
Il est question pour la Fed d'une baisse des taux d'intérêt de 25 à 50 pb. L'annonce faite par Jerome Powell à Jackson Hole a servi de forward guidance, ce qui aurait autrement été nécessaire en septembre pour éviter les surprises. Toutefois, compte tenu du niveau actuel des taux d'intérêt, l'effet d'une baisse des taux de 25 pb sera faible, c'est pourquoi nous pensons qu'une action plus déterminée de la Fed, avec une baisse des taux de 50 pb, est plus probable.

Figure 5 : Politique globale en matière de taux d'intérêt



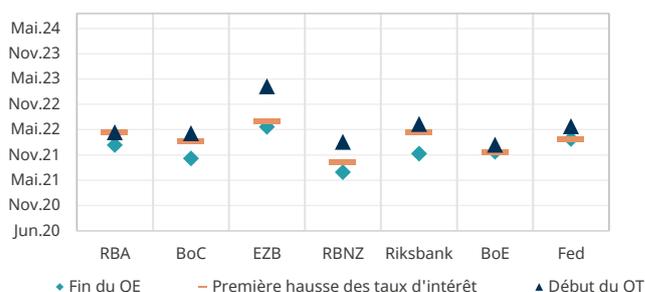
**Remarque :** le graphique montre, chaque trimestre, le nombre de modifications des taux directeurs - aussi bien des hausses que des baisses - des banques centrales des pays membres de l'OCDE.  
**Source :** données de Refinitiv Eikon, au 26.08.2024

Figure 7 : Révision des chiffres de l'emploi aux États-Unis



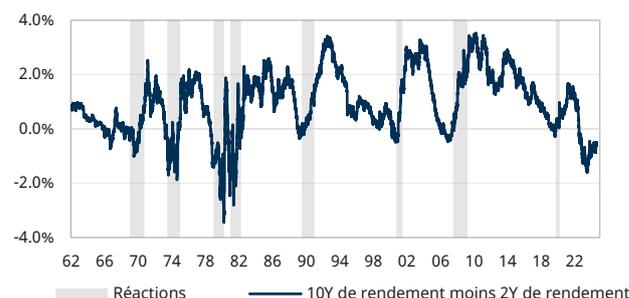
**Remarque :** le modèle du Bureau of Labor Statistics présente de fortes variations pendant les phases conjoncturelles volatiles, mais fournit des estimations précises pendant les périodes de calme. L'axe de droite montre l'ampleur de la révision. L'axe de gauche indique le nombre de faillites. Les zones grisées indiquent les récessions.  
**Source :** données du Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Eikon, au 26.08.2024

Figure 6 : Resserrement quantitatif global (QT)



**Remarque :** le graphique montre les dates auxquelles les banques centrales représentées ont mis fin à leur programme d'assouplissement quantitatif, ont lancé la première hausse des taux d'intérêt et ont commencé à réduire leur bilan dans le cadre du QT. RBA (Banque centrale d'Australie), BoC (Banque centrale du Canada), RBNZ (Banque centrale de Nouvelle-Zélande), Riksbank (Banque de Suède), BoE (Banque d'Angleterre).

Figure 8 : Courbe des taux d'intérêt américaine inversée comme indicateur d'une récession imminente



**Remarque :** une courbe des taux américaine inversée est considérée comme le signe avant-coureur d'une récession imminente.  
**Source :** données de Fred, au 26.08.2024

## CONTACT



Burak Er, CFA  
Responsable de la recherche

Avobis Advisory SA  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zurich

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

Situation au 26 août 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 reposent pas 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 Advisory 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.