

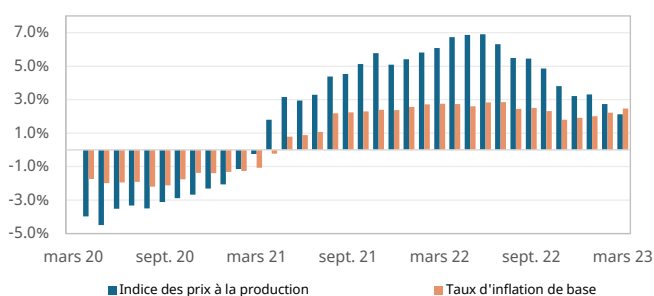
## Suisse

Les dernières données relatives à l'évolution des salaires en 2022 révèlent un recul des salaires réels de 1,9 %, malgré une hausse nominale de 0,9 %. Ce recul peut être décevant pour les travailleurs, mais cela soulage l'inquiétude face à la menace d'une spirale prix-salaires. En outre, les prix à la production ont enregistré, pour la première fois, une hausse inférieure à celle de l'inflation de base (figure 1), ce qui peut être interprété comme le signe que le pire est derrière nous.

Malgré cela, il est probable que l'inflation reste à un niveau tenace, ce qui laisse prédire une hausse des taux d'intérêt d'au moins 25 pb lors de la prochaine réunion de juin. Le marché est divisé à ce sujet et n'exclut pas une augmentation de 50 pb (figure 2). L'économie suisse continue de faire preuve de stabilité, comme le souligne par exemple le taux de chômage historiquement bas. Cela montre que le pays peut supporter des hausses de taux supplémentaires. Néanmoins, le marché des taux d'intérêt subit encore les effets de la crise bancaire, ce qui entraîne une incertitude persistante dans le système financier.

L'analyse des taux hypothécaires montre que la marge moyenne d'une hypothèque à taux fixe a augmenté de 26 pb et 44 pb par rapport au rendement des obligations de la Confédération en avril par rapport à mars et février (voir figure 3; *les changements par rapport aux mois précédents ne sont pas représentés*). Cette hausse s'explique d'une part par l'augmentation du risque de contrepartie entre les banques, qui influence le spread de swap, et d'autre part par une plus grande retenue dans l'octroi de crédits, qui se traduit par une augmentation de la marge de crédit. En conséquence, le niveau de la courbe des taux hypothécaires reste quasiment inchangé, tandis que les rendements des obligations de la Confédération ont légèrement baissé entre-temps.

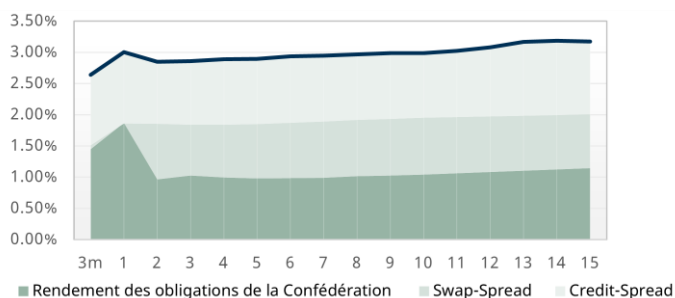
Figure 1: Indice des prix à la production & taux d'inflation de base



**Remarque:** ce graphique illustre l'évolution des prix à la production et du taux d'inflation de base. Les variations sont toujours exprimées par rapport au même mois de l'année précédente.

**Source:** Données de la BNS, au 27.04.2023

Figure 3: Courbe des taux hypothécaires



**Remarque:** La courbe des taux hypothécaires est établie sur la base de la moyenne des taux d'intérêt vitrine de différents bailleurs de fonds. La marge de crédit correspond à la différence entre le taux d'intérêt hypothécaire et le taux swap de même durée.

**Source:** Données d'Ascarix AG, Refinitiv Eikon, au 27.04.2023

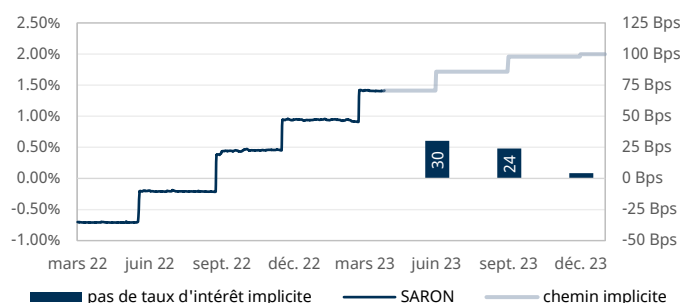
Cela signifie pour les emprunteurs qu'une hypothèque à taux fixe implique des marges de risque élevées qui reflètent plus que la simple évolution attendue des taux d'intérêt. En outre, pour la politique monétaire, cela implique une restriction accrue des conditions du marché financier en raison de cette perception accrue du risque, ce qui correspond dans une certaine mesure à une hausse des taux d'intérêt.

Actuellement, les banques sont au centre de l'attention du public et des autorités de régulation. Par exemple, la FINMA a récemment critiqué les plans d'urgence de deux intermédiaires financiers, qu'elle jugeait insuffisants. La situation tendue conduira les banques à maintenir leur attitude restrictive et à adapter leur risque. Il est donc probable que les taux d'intérêt des crédits resteront élevés pour le moment, jusqu'à ce que la situation se détende. Entre-temps, la courbe swap devrait rester plate et sujette à la volatilité.

## Nos anticipations

Les chiffres de l'inflation pour avril et mai seront déterminants pour la réunion de juin. Actuellement, nous pensons qu'une augmentation de 50 points de base au lieu de 25 est plus probable, car il existe un tampon économique suffisant et la BNS préfère jouer la carte de la sécurité. En outre, nous pressentons un taux directeur de 2,00 % qui marquera le point culminant de l'évolution des taux d'intérêt, et que nous devrions atteindre au plus tard au troisième trimestre.

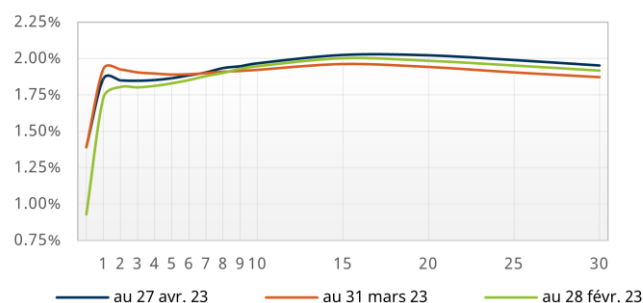
Figure 2: SARON et attente implicite du marché



**Remarque:** Le graphique représente le SARON et l'attente implicite du marché (axe de droite). Ces éléments sont dérivés des swaps de taux d'intérêt. L'axe de gauche représente les ajustements de taux d'intérêt implicites (en pb) au cours du mois où une réunion de politique monétaire est prévue.

**Source:** Données de Refinitiv Eikon, au 27.04.2023

Figure 4: Courbe des taux – taux de swap



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

**Source:** Données de Refinitiv Eikon, au 27.04.2023

## Étranger

En janvier, le poids de la dette américaine a atteint le plafond légal de 31,4 billions de dollars, dont le relèvement fait l'objet d'une lutte politique qui se répercute même sur le marché obligataire. En conséquence, l'écart de rendement entre les bons du Trésor américain à un mois et à trois mois s'est significativement creusé (figure 1), les investisseurs retirant leurs investissements de l'obligation à trois mois pour les transférer vers l'obligation à un mois.

Il est extrêmement plausible qu'un relèvement du plafond de la dette soit inévitable et mis en œuvre. Néanmoins, le poids de la dette pèse lourdement sur l'économie américaine, qui enregistre un déficit budgétaire depuis près de deux décennies et dont le taux d'endettement public reste considérable depuis la pandémie. Parallèlement à la hausse rapide des taux d'intérêt, les États-Unis enregistrent également une augmentation des frais d'intérêt, qui ont augmenté de 35 % en 2022 et dont on prévoit une nouvelle hausse d'une ampleur similaire en 2023.

Parallèlement, l'incertitude persistante dans le secteur bancaire pèse sur le système financier, comme le montre la baisse rapide du total des dépôts dans les banques commerciales américaines (figure 6). Cette baisse n'est pas seulement due aux craintes d'une éventuelle crise bancaire, mais aussi au fait que les taux de dépôt n'évoluent pas au même rythme que les taux du marché, ce qui explique que de nombreux déposants préfèrent placer leur argent sur le marché obligataire. Pour protéger leurs liquidités, les banques sont confrontées au défi d'augmenter les taux d'intérêt sur les dépôts au profit de leurs marges.

Cela a notamment pour conséquence une baisse rapide de la masse monétaire M2 (figure 7), car les banques ne peuvent plus utiliser les dépôts à

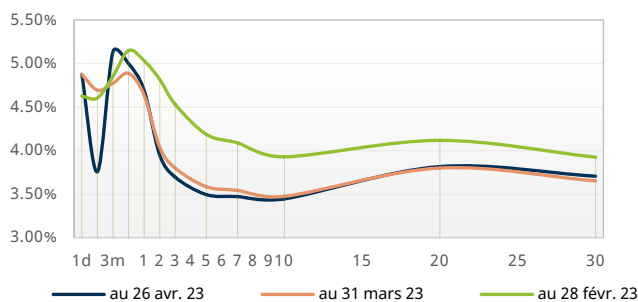
des fins de crédit. Il est incontestable que, parallèlement à l'augmentation des dépôts, la masse monétaire a augmenté de manière exceptionnelle pendant la pandémie et qu'elle revient maintenant à la tendance, ce qui est positif du point de vue de la lutte contre l'inflation. On peut toutefois se demander si le rythme de ces évolutions ne risque pas de peser trop lourdement sur les banques et de provoquer d'autres ruées bancaires et crises, voire avoir un impact considérable sur l'économie.

Le marché prévoit, tant pour la Fed que pour la BCE, une hausse des taux d'intérêt de 25 pb au maximum lors des réunions de mai (figure 8). En ce qui concerne la politique monétaire américaine, le marché s'attend à ce que le pic des taux d'intérêt soit atteint dans les prochains mois et prévoit donc déjà des baisses de taux à partir de l'été. En revanche, le marché s'attend à ce que la BCE continue de relever ses taux d'intérêt de 25 pb après sa réunion de mai.

## Nos anticipations

En raison des récentes évolutions dans le secteur financier, l'effet du resserrement de la politique monétaire est renforcé. Par conséquent, nous pensons qu'il est très probable que la Fed atteigne son pic de taux d'intérêt au plus tard cet été. Il est toutefois difficile d'estimer s'il y aura alors une réduction des taux d'intérêt et cela dépend de différents facteurs, comme la stabilité du système financier et l'évolution de l'inflation. En outre, il est de plus en plus probable que l'impact économique se fasse progressivement ressentir, raison pour laquelle ces évolutions doivent également être suivies de près. Dans le cas de la BCE, nous pensons qu'il faut encore relever les taux d'intérêt au moins deux fois avant de pouvoir signaler une éventuelle pause en matière de taux d'intérêt pour le troisième trimestre.

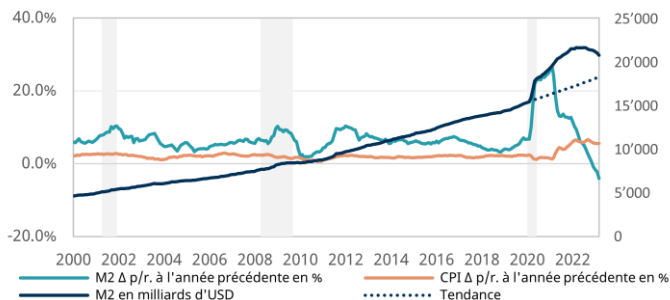
Figure 5: Courbe des taux d'intérêt américains



**Remarque:** Les courbes de rendement permettent de visualiser la structure sous-jacente des taux d'intérêt sur le marché des obligations d'État américaines. L'ensemble des rendements obligataires respectifs à la date de référence pour les différentes échéances (en années) constitue la courbe de structure des taux d'intérêt.

**Source:** Données de Refinitiv Eikon, au 27.04.2023

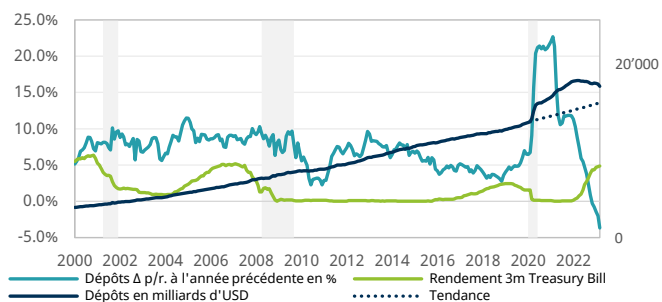
Figure 7: Evolution de la masse monétaire M2 et de l'inflation aux États-Unis



**Remarque:** La masse monétaire M2 des États-Unis est une mesure qui comprend toutes les composantes du M1, ainsi que les dépôts d'épargne, les fonds du marché monétaire et les autres dépôts à terme. L'IPC représente l'indice des prix à la consommation aux États-Unis.

**Source:** Données de la FRED, au 27.04.2023

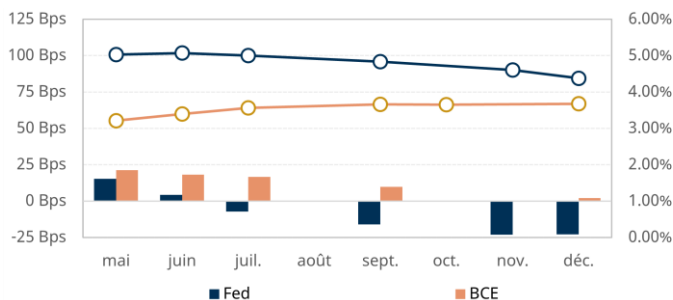
Figure 6: Evolution du total des dépôts aux États-Unis et du rendement du 3m Treasury Bill



**Remarque:** Le total des dépôts fait référence au montant total des fonds déposés par les particuliers, les entreprises et d'autres entités auprès de toutes les banques commerciales.

**Source:** Données de la FRED, au 27.04.2023

Figure 8: évolutions des taux directeurs implicites au marché



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

**Source:** Données de Refinitiv Eikon, au 27.04.2023

## CONTACT



Burak Er, CFA  
Head Research

Avobis Group SA  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zurich

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

Situation: 27 avril 2023

**Avis de non-responsabilité**

Les informations fournies ont une finalité promotionnelle. Elles ne constituent pas un conseil hypothécaire et/ou en investissement, ne sont pas fondées sur un examen 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 pas une offre ni une sollicitation à conclure une transaction financière. Les présentes informations ont été élaborées par la société Avobis Group SA (ci-après dénommée «Avobis») et/ou ses filiales avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et opinions contenues dans le présent document sont celles 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 fournit aucune garantie que ce soit quant au contenu et à l'exhaustivité des informations, et rejette toute responsabilité au titre de pertes résultant de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, aucun chiffre n'a été vérifié. Les informations contenues dans ce document servent à l'utilisation exclusive de ses destinataires. Les présentes informations ou des copies de celles-ci ne peuvent pas être envoyées, emportées, distribuées aux Etats-Unis d'Amérique ou remises à des personnes américaines (en vertu de la Réglementation S de la loi américaine sur les valeurs mobilières de 1933, telle que modifiée). Toute reproduction intégrale ou partielle des présentes informations est soumise à l'autorisation écrite d'Avobis.