

## Suisse

Comme nous l'anticipions : La BNS a une nouvelle fois démontré son indépendance en matière de politique monétaire en abaissant son taux directeur de 25 pb à 1,50% lors de l'examen de la situation économique et monétaire du 21 mars 2024 - une mesure qui se démarque clairement des politiques de la Fed et de la BCE. Alors que de nombreux observateurs considéraient qu'une baisse des taux en mars était prématurée, cette décision ne nous a pas surpris. Les marchés des taux ont toutefois réagi à cette décision avec une surprenante retenue.

La dynamique de l'inflation en Suisse s'essouffle plus rapidement qu'on ne le pensait initialement. Depuis la réunion de décembre, une série de données exceptionnellement positives sur l'inflation s'est accumulée, ce qui a conduit la BNS à adapter ses prévisions lors de sa réunion de mars (figure 1). Malgré la baisse du taux directeur, désormais fixé à 1,50%, la BNS s'attend à une inflation plus faible qu'initialement anticipé. Cette évolution confirme la garantie de la stabilité des prix et permet d'assouplir la politique monétaire en conséquence.

La crainte, observée dans d'autres pays, que la hausse des salaires réels n'entraîne une nouvelle poussée inflationniste ne trouve pas d'écho en Suisse. Les anticipations de hausse modérée des salaires réels dans notre pays devraient simplement suffire à compenser les pertes de pouvoir d'achat des trois dernières années, sans pour autant créer de nouveaux risques d'inflation (figure 2). Les résultats des négociations salariales pour l'année 2024 corroborent cette estimation et ont également été pris en compte dans le processus de décision de la BNS.

Sans le renforcement délibéré du franc suisse, la dynamique de l'inflation aurait été beaucoup plus agressive et aurait suivi un schéma similaire à

celui de l'étranger, ce qui aurait effectivement rendu une baisse des taux d'intérêt prématurée à ce stade. Actuellement, le taux de change réel du franc suisse se situe à un niveau équivalent à celui qui prévalait après l'abolition du cours plancher - une situation qui suscite des inquiétudes (graphique 3). Cette situation pourrait représenter un défi pour la BNS dans un avenir proche, d'autant plus que, par le passé, elle a dû recourir aux taux d'intérêt négatifs dans un contexte de franc fort et de déflation.

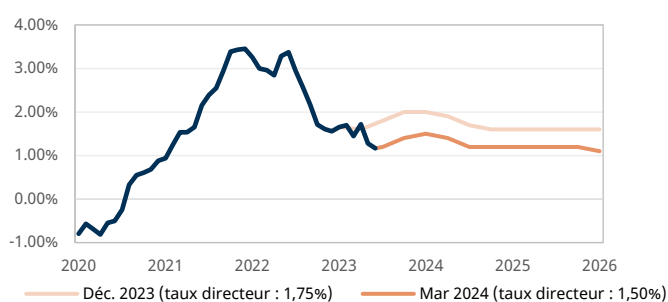
Dans un scénario où l'inflation se maintiendrait obstinément au-dessus de la valeur cible de 2,0% au cours des prochaines années, tant en Europe qu'aux Etats-Unis, alors que l'inflation en Suisse resterait proche de zéro, la BNS pourrait être soumise à une pression croissante. Outre les achats de devises, il pourrait être nécessaire d'établir un écart de taux d'intérêt plus important par rapport aux autres monnaies en abaissant les taux directeurs afin de contrer une appréciation du franc suisse.

La réaction dans le segment moyen et long de la courbe des taux est restée en grande partie imperturbable et n'a enregistré qu'un niveau légèrement inférieur à celui d'il y a une semaine (graphique 4). Cela indique qu'il existe toujours une certaine incertitude et une évaluation des risques dans une perspective à plus long terme, que la première baisse des taux n'a pas complètement dissipées.

## Nos anticipations

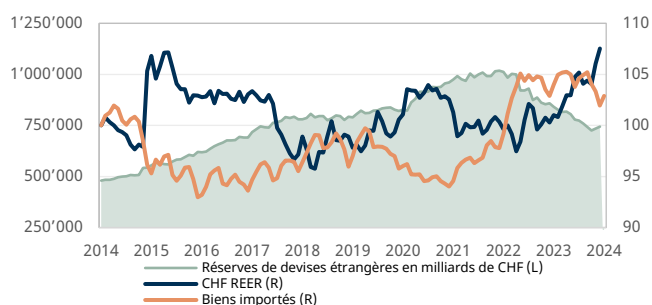
Nous anticipons que la BNS abaissera à nouveau son taux directeur de 25 pb en juin. En fonction de l'évolution de l'inflation et de l'évolution réelle du franc suisse, une baisse de 50 pb n'est pas à exclure.

Figure 1 : Nouvelle prévision d'inflation



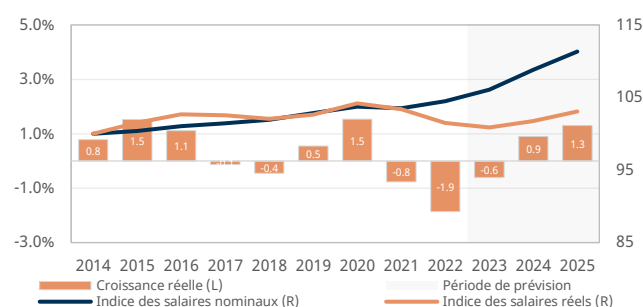
**Remarque :** le graphique montre l'évolution actuelle de l'inflation et présente en même temps les prévisions de la BNS en matière d'inflation, telles qu'elles ont été établies au moment de chaque dernière appréciation de la politique monétaire. Ces prévisions reposent notamment sur l'hypothèse que le taux directeur reste inchangé pendant toute la période de prévision de trois ans.  
**Source :** données de la BNS, OFS, au 22.03.2024

Figure 3 : Franc suisse fort



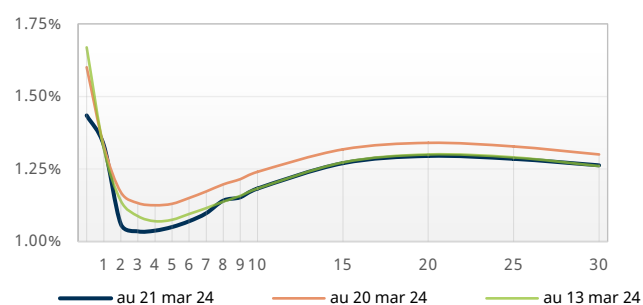
**Remarque :** le graphique représente les réserves de devises étrangères de la BNS en milliards de CHF (axe de gauche), le Real Effective Exchange Rate (REER) et l'indice d'inflation pour les biens étrangers (axe de droite). Le REER est une moyenne pondérée des taux de change d'un pays par rapport aux monnaies de ses principaux partenaires commerciaux, ajustée en fonction des différences d'inflation. Il mesure le pouvoir d'achat du franc suisse par rapport aux monnaies des partenaires commerciaux.  
**Source :** données de la BNS, OFS, BIS, au 22.03.2024

Figure 2 : Évolution des prix salariaux



**Remarque :** le graphique montre l'évolution historique de l'indice suisse des salaires, tant en termes nominaux que réels, et présente en outre des prévisions du KOF.  
**Source :** données de l'OFS, KOF, au 22.03.2024

Figure 4 : Courbe de swap de taux d'intérêt



**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, au 22.03.2024

## Étranger

Comme l'anticipait le marché, la BCE et la Fed ont décidé, lors de leurs réunions de mars, de faire une nouvelle pause dans les taux d'intérêt. Pour l'été, il semble toutefois que les deux banques centrales soient prêtes à baisser leurs taux, la BCE ayant tendance à adopter une approche plus agressive que la Fed.

La communication des deux banques centrales a pris un ton de plus en plus visqueux, ce qui laisse penser qu'une première baisse des taux d'intérêt est imminente. L'évolution de l'inflation dans les deux zones économiques continue d'évoluer dans la direction souhaitée, bien que lentement et avec ténacité. Il a été clairement signalé que les taux d'inflation ne doivent pas nécessairement être proches de la limite supérieure visée de 2,0% pour envisager des baisses de taux. Cependant, une preuve claire d'un ralentissement durable de l'inflation est nécessaire avant d'envisager une modification de la politique des taux d'intérêt.

La BCE a souligné que l'évolution des salaires était un facteur déterminant pour la possibilité d'une baisse des taux d'intérêt. Au dernier trimestre de l'année précédente, la croissance des salaires négociés a légèrement ralenti (graphique 5). Ce léger changement ne semble toutefois pas suffisant en soi pour justifier une baisse des taux d'intérêt. Si les données du trimestre en cours, attendues en mai, montrent une poursuite de cette tendance au ralentissement, une baisse des taux en juin, ou au plus tard en juillet, pourrait devenir réaliste.

Pour la Fed, la situation est un peu plus complexe. Ici aussi, la hausse des salaires est importante, mais une tendance à long terme à la baisse des taux de croissance est déjà perceptible. Les dépenses de consommation étonnamment fortes, qui contribuent de manière déterminante aux taux de

croissance plus élevés que prévu de l'économie, sont toutefois problématiques. Malgré certains indicateurs, comme la stagnation des ventes au détail, qui pourraient indiquer un début de ralentissement, l'économie reste globalement solide (figure 6).

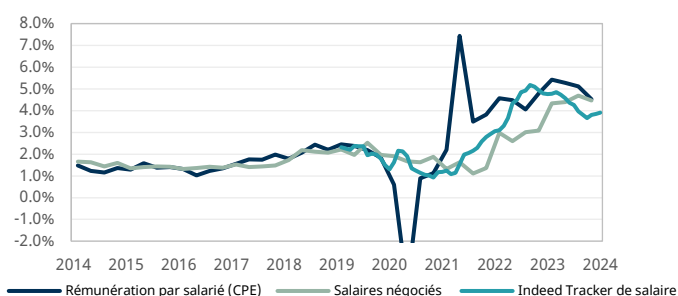
Les prix des services sont à forte intensité de main-d'œuvre. Une baisse prématurée des taux d'intérêt pourrait stimuler la demande de consommation et ainsi relancer la spirale prix-salaires. Ce risque est l'une des principales raisons pour lesquelles la Fed a jusqu'à présent hésité à baisser les taux d'intérêt. Toutefois, les signes d'un ralentissement du marché du travail s'accumulent et si un ralentissement de la consommation est également perceptible, cela pourrait donner à la Fed la marge de manœuvre nécessaire pour réduire les taux d'intérêt.

Le Comité de l'open market de la Fed (FOMC) a laissé inchangée sa projection médiane pour le taux directeur américain, ce qui doit être considéré comme un signe positif, car les décideurs signalent ainsi leur attachement à l'anticipation de trois baisses de taux cette année (figure 7). Cette évaluation semble correspondre dans une large mesure aux attentes actuelles du marché (figure 8).

## Nos anticipations

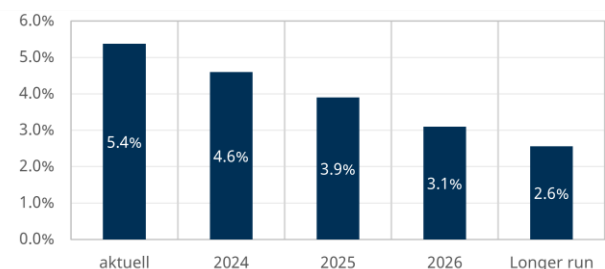
Nous anticipons que les données disponibles d'ici juin fourniront à la BCE des raisons suffisantes pour initier une première baisse des taux de 25 pb. Pour la Fed, nous anticipons une première baisse des taux lors de la dernière réunion d'été en juillet.

Figure 5 : 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 22.03.2024

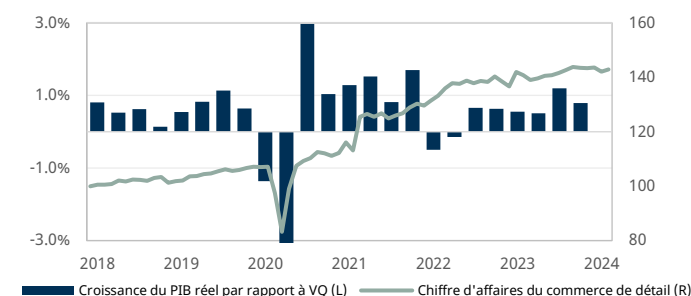
Figure 7 : Réunion du FOMC : anticipations sur les taux directeurs américains



■ Anticipation médiane pour le milieu de la fourchette cible des taux directeurs américains

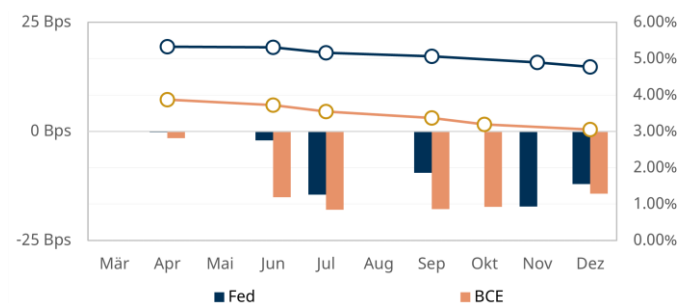
**Remarque :** le graphique représente les valeurs médianes de la fourchette cible moyenne pour le taux des fonds fédéraux, sur la base des estimations des participants au FOMC concernant l'adéquation de la politique monétaire.  
**Source :** données FRED, Fed, au 22.03.2024

Figure 6 : Croissance de l'économie américaine et ventes au détail



**Remarque :** le graphique montre l'évolution trimestrielle de la croissance économique réelle aux Etats-Unis ainsi que l'évolution des ventes au détail, indexées à 100 au 01.01.2018.  
**Source :** données de Fred, au 22.03.2024

Figure 8 : 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 22.03.2024

## 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 22 mars 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 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.