

## Introduction

L'économie mondiale traverse actuellement une phase de transition, caractérisée par de fortes incertitudes et une grande volatilité. Les effets de la pandémie ont entraîné des déficits de production et des changements dans les habitudes de consommation, ce qui a aggravé les défis posés par l'inflation et l'instabilité économique persistantes. À cela s'ajoute le conflit persistant entre la Russie et l'Ukraine, qui contribue à aggraver la pénurie d'offre.

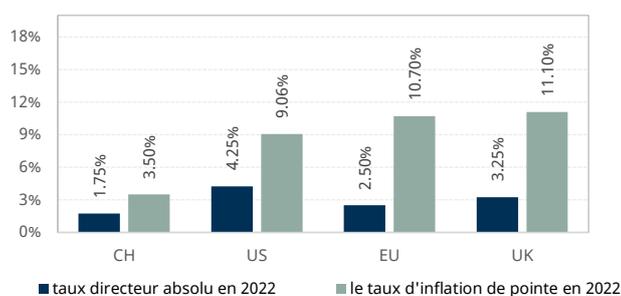
Ces défis ayant un impact sur l'économie, la demande s'est éloignée de l'offre que les économies peuvent produire sans créer de pression sur les prix. Par conséquent, la politique monétaire est confrontée à un dilemme difficile à résoudre: soit tolérer un environnement inflationniste tiré par l'offre, soit réprimer la demande par une politique monétaire restrictive, ce qui peut éventuellement conduire à une récession.

Pour vous permettre de mieux comprendre la situation de la politique monétaire et de prendre des décisions en toute connaissance de cause, nous vous présentons en ce début d'année notre analyse exclusive et détaillée de la politique monétaire.

## Suisse

Il est évident que l'inflation est plus faible en Suisse que dans des régions comparables. Toutefois, la Suisse n'est pas habituée à une forte inflation, ce qui a contraint la BNS à adopter l'an dernier une politique monétaire aussi sévère que ses homologues d'autres pays.

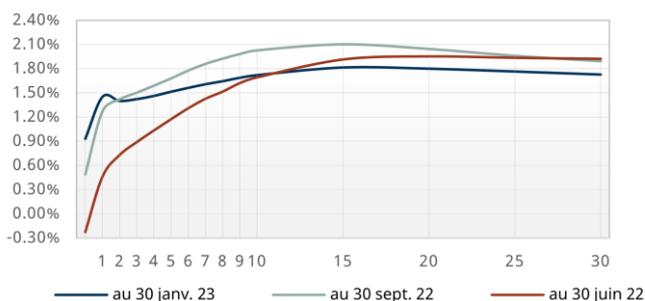
Figure 1: Rapport entre les hausses de taux d'intérêt en 2022 et le taux d'inflation de pointe



**Remarque:** le SARON se base sur les transactions journalières sur le marché repo suisse et est connu à la fin de chaque période considérée. Outre le SARON, le graphique présente l'évolution historique des taux swap à 3, 6 et 12 mois.

**Source:** données de Refinitiv Eikon, au 30.01.2023

Figure 3: 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 30.01.2023

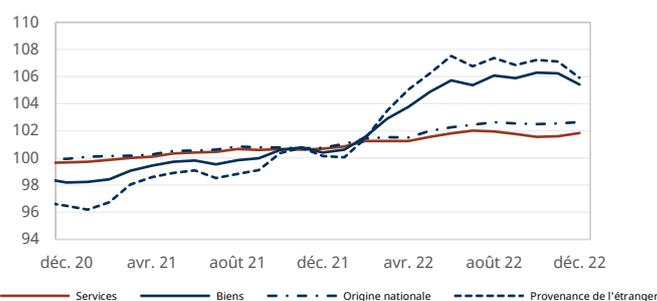
En effet, la BNS a adopté une position plus agressive, comme le montre le rapport entre le taux d'inflation maximal de l'année dernière et la variation absolue du taux directeur de la même année (figure 1).

Outre les conditions financières restrictives, l'attitude agressive de la BNS était nécessaire pour augmenter l'attractivité du franc suisse. En réévaluant sa monnaie nationale, la BNS a pu utiliser un instrument important dans la lutte contre l'inflation – en particulier contre le renchérissement importé, qui représente une part importante de l'inflation (figure 2). Il était donc logique, du point de vue de la politique monétaire, d'accepter une réévaluation de sa propre monnaie afin de lutter contre l'inflation importée, plutôt que d'affecter la demande nationale et de mettre en péril l'activité économique par une politique monétaire encore plus restrictive.

Bien que la réévaluation du franc suisse soit considérée comme un instrument efficace de lutte contre l'inflation, elle ne constitue qu'une solution à court terme. En effet, une dynamique inflationniste persistante peut entraîner une divergence entre les attentes des acteurs économiques et celles de la BNS, ce qui peut nuire à la crédibilité de la politique monétaire. Pour éviter cela, il a fallu jusqu'à présent procéder à des ajustements progressifs et agressifs des conditions de financement afin de maîtriser l'inflation et de signifier clairement la détermination de la BNS à lutter contre l'inflation.

Les courbes des taux d'intérêt (figures 3 et 4), qui montrent un lent aplatissement au cours des derniers mois, étayent la crédibilité et le succès de la BNS jusqu'à présent. Sur le court terme, les taux d'intérêt augmentent à la fois en raison des hausses déjà appliquées et des hausses futures attendues, comme le suggère la courbe actuelle des taux sur le marché des swaps (figure 3). En revanche, sur le long terme, on peut constater une baisse due à la réduction de l'incertitude, de l'inflation attendue et de la croissance économique. Cela est également confirmé par la réduction

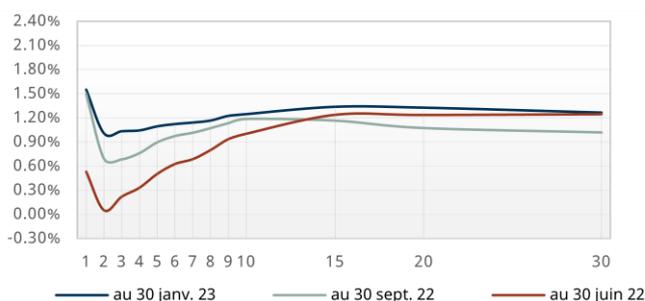
Figure 2: Indices des prix à la consommation



**Remarque:** contributions à la variation des prix à la consommation en Suisse de l'année précédente, ventilées selon les services et les biens. En outre, les biens sont divisés en fonction de leur origine.

**Source:** données de Refinitiv Eikon, au 30.01.2023

Figure 4: Courbe des taux d'intérêt – obligations de la Confédération



**Remarque:** Les courbes de taux d'intérêt représentent sous forme de graphique la structure sous-jacente des taux d'intérêt sur le marché suisse des obligations. L'ensemble des rendements obligataires respectifs à la date de référence pour les différentes échéances (en années) constitue la courbe des taux d'intérêt. **Source:** données de Refinitiv Eikon, au 30.01.2023

des volatilités implicites des taux d'intérêt, qui indiquent une élimination de l'incertitude (figure 5).

La forte incertitude qui a dominé l'année dernière a non seulement entraîné une hausse des taux d'intérêt, mais aussi une détérioration des conditions de financement sur le marché du crédit. Cela est notamment illustré par les hausses des spreads de swap (figure 6). Le spread de swap peut être un indicateur des conditions de financement sur le marché des swaps. En outre, les banques se refinancent sur le marché des swaps et repercutent la majoration du spread de swap, en plus de la marge de crédit, sur les emprunteurs [voir: Couverture du taux d'intérêt pour les emprunteurs]. Cela a eu un impact sur le marché hypothécaire sous la forme d'une combinaison de taux d'intérêt élevés et d'une forte volatilité (figure 7), ainsi que d'une réduction du nombre de prêts conclus en raison de l'incertitude qui régnait [voir: L'immobilier offre-t-il une protection contre l'inflation?].

Actuellement, la situation sur le marché du crédit semble à nouveau se stabiliser. Les spreads de swap, en particulier, ont nettement diminué et la volatilité implicite est tombée à un faible niveau. En raison de l'aplatissement de la courbe des taux, les primes de terme sont également nettement plus faibles. Tous ces facteurs indiquent que les conditions des prêts à long terme se sont améliorées au cours des derniers mois.

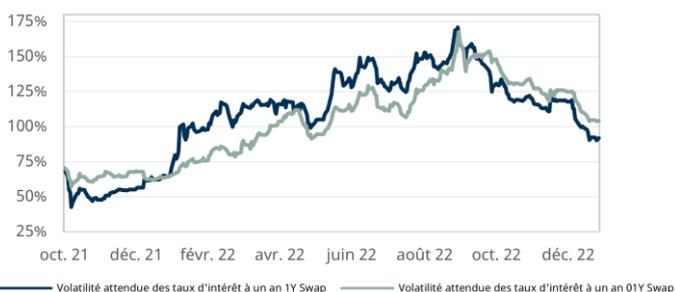
En revanche, les emprunteurs hypothécaires SARON devraient se préparer à de nouvelles hausses de taux. Le marché évalue actuellement une augmentation entre 25 et 50 pb et implique un taux SARON maximal d'environ 1,55 % au cours du second semestre (figure 8).

## Nos anticipations

Nous prévoyons que l'inflation en Suisse diminuera au cours des prochains mois. Il est même envisageable que l'inflation soit inférieure à l'objectif de la BNS, mais cette baisse ne sera pas significative. Ramener l'inflation à son niveau d'avant la pandémie relèvera d'une gageure. Pour y parvenir, il est nécessaire de maintenir une politique monétaire restrictive à plus long terme et de continuer à procéder aux ajustements nécessaires. C'est pourquoi nous pensons que la BNS décidera d'une hausse des taux d'au moins 25 pb lors de sa prochaine réunion en mars. Une augmentation de 50 pb est également possible, mais nous excluons une augmentation de 75 pb. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que la BNS relève son taux directeur de 50 pb au cours du premier semestre de cette année.

Par la suite, nous ne nous attendons pas à ce que les taux d'intérêt changent de manière significative au cours des prochaines réunions. La question cruciale est de savoir combien de temps la politique monétaire restrictive sera maintenue. Nous excluons toutefois pour l'instant un revirement de situation en ce qui concerne les taux d'intérêt pour l'année en cours.

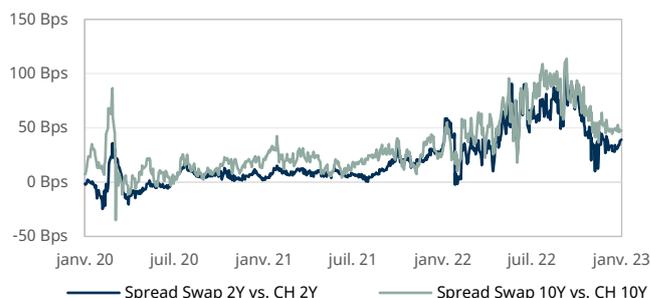
Figure 5: Volatilité implicite des taux d'intérêt



Remarque: la volatilité attendue des taux d'intérêt pour le taux de swap à 1 an et pour le taux de swap à 10 ans est implicite à partir des swaptions de gré à gré respectives qui arrivent à échéance au cours des douze prochains mois.

Source: données de Bloomberg, au 30.01.2023

Figure 6: Spread de swap



Remarque: le spread de swap se calcule comme la différence entre le taux de swap et le rendement obligataire pour les obligations fédérales de même durée et est indicatif de la prime de risque sur le marché des swaps.

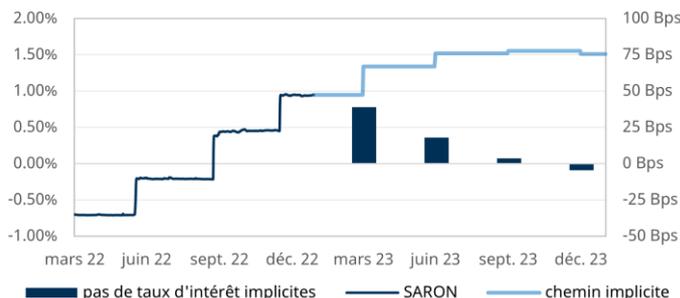
Source: données de Refinitiv Eikon, au 30.01.2023

Figure 7: Taux d'intérêt des crédits hypothécaires avec des échéances de plus de 7 à 10 ans



Remarque: le graphique se base sur les enquêtes de la BNS. Sont pris en compte les taux fixes pour les crédits garantis par des gages immobiliers destinés au financement de biens immobiliers en Suisse. Sont représentés le nombre de nouveaux crédits conclus et les valeurs médianes ainsi que les quantiles à 25 % et 75 % des taux d'intérêt.

Figure 8: Evolution SARON implicite au marché



Remarque: le graphique représente l'évolution des taux SARON (axe de droite). Ils 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 30.01.2023

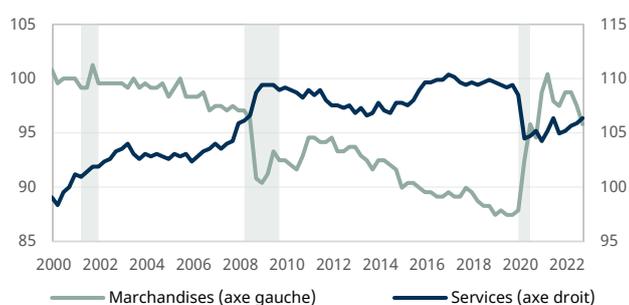
## Etats-Unis

La Fed avait longtemps considéré l'inflation provoquée par le choc d'offre négatif dû à la pandémie comme temporaire. Un choc d'offre négatif entraîne généralement une hausse ponctuelle des prix, qui n'entraîne pas de spirale inflationniste. C'est pourquoi la Fed avait initialement supposé que l'équilibre entre l'offre et la demande serait rétabli avec la réouverture de l'économie et le retour à la normale.

Mais lorsque le taux d'inflation a atteint 7 % vers la fin 2021, la Fed a déclaré que l'inflation ne pouvait plus être considérée comme temporaire. Cela s'explique par le fait que la pandémie a entraîné une modification structurelle du comportement des consommateurs et du marché du travail, qui ne s'est pas normalisée avec la réouverture de l'économie, mais s'est même aggravée.

On constate que la consommation privée est considérablement passée des services vers les biens pendant la pandémie. Ce transfert s'est même accentué après la pandémie (figure 9). D'une part, l'augmentation de la demande de biens dans un contexte de pénurie d'approvisionnement a contribué à l'inflation. D'autre part, le taux d'activité ne s'est pas rétabli depuis la pandémie, alors que l'offre d'emplois vacants a nettement augmenté (figure 10). Cela entraîne une pénurie de main-d'œuvre qualifiée et, par conséquent, une pression accrue sur les salaires et les prix, ce qui favorise également l'inflation. A cela s'ajoutent la guerre en Ukraine, qui entraîne une nouvelle cartographie mondiale de l'approvisionnement énergétique, et le problème du vieillissement, qui aggrave également le déséquilibre entre l'offre et la demande à moyen et long terme.

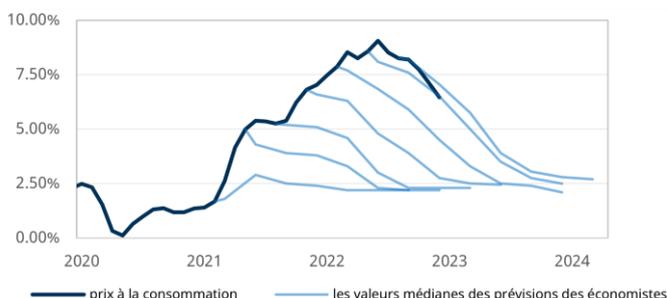
Figure 9: Transfert de la consommation privée vers les biens



**Remarque:** le graphique montre la part des dépenses de consommation personnelle dans le produit intérieur brut aux Etats-Unis, ventilées entre biens et services (indice 01.12.2000 = 100). Les zones ombrées indiquent les récessions aux Etats-Unis.

**Source:** données de la FRED, au 30.01.2023

Figure 11: Inflation aux Etats-Unis et valeurs prévisionnelles



**Remarque:** le graphique montre l'évolution de l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis ainsi que les valeurs médianes des prévisions des économistes à chaque date.

**Source:** données de Bloomberg, au 30.01.2023

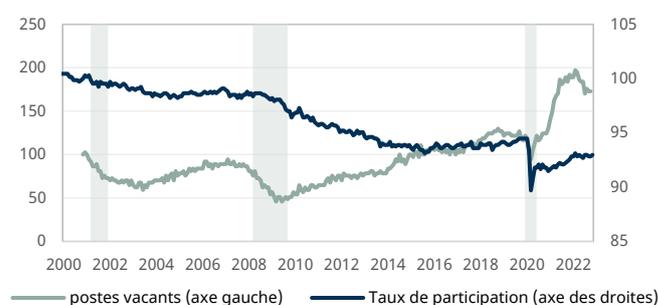
La Fed avait pris des mesures en 2022 en augmentant son taux directeur de 4,25 % afin de freiner la demande et de contrer les changements structurels. Bien que les mesures de politique monétaire aient généralement un effet retardé sur l'économie réelle, aucun revirement de la croissance de l'inflation n'a été constaté pendant longtemps, malgré une série de hausses de taux extrêmement drastiques. Contrairement aux prévisions de la plupart des économistes, l'inflation s'est montrée tenace, mais elle a progressivement diminué au cours des derniers mois (figure 11).

La Fed surveille de près l'évolution du marché du travail et s'abstiendra de modifier les taux d'intérêt tant que celui-ci restera déséquilibré. La multiplication des licenciements massifs dans certains secteurs, comme la technologie, donne de forts signes d'évasion sur le marché du travail, ce qui explique que le marché intègre actuellement une hausse maximale de 25 pb pour la prochaine réunion (figure 12).

## Nos anticipations

On peut s'attendre à ce que le taux d'inflation diminue, mais qu'il soit plus élevé que l'objectif de 2,0 % dans les années à venir. La Fed devra adopter une attitude plus flexible vis-à-vis de l'inflation, en raison du fort déséquilibre entre l'offre et la demande. Une telle attitude minimise les dommages économiques qui surviendraient si la Fed continuait à essayer de ramener l'inflation le plus rapidement possible dans la fourchette cible. Le taux directeur ne sera donc pas relevé de manière drastique, mais la Fed mènera une politique monétaire restrictive prolongée afin de ramener l'inflation dans sa zone cible à moyen et long terme. Nous nous attendons donc à ce que le taux directeur atteigne son plus haut niveau à 5,00 % en milieu d'année.

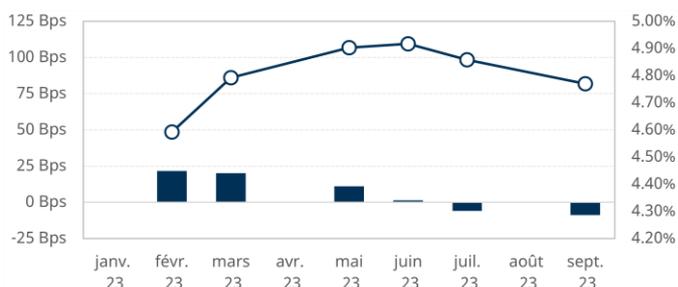
Figure 10: Déséquilibre sur le marché du travail américain



**Remarque:** le graphique montre la situation du marché du travail aux Etats-Unis (indice 01.12.2000 = 100). Les zones ombrées indiquent les récessions aux Etats-Unis.

**Source:** données de la FRED, au 30.01.2023

Figure 12: Evolution des taux directeurs implicite au marché



**Remarque:** le graphique représente l'évolution des taux directeurs de la Fed (axe de droite). Celle-ci est dérivée des Fed Funds Futures. 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 30.01.2023

## UE

L'inflation en Europe reste élevée en raison de l'impact direct de la situation énergétique. Cela représente un défi majeur pour l'Union européenne et a eu un impact négatif important sur la valeur de la monnaie européenne l'année dernière, ce qui a encore alimenté l'inflation (figure 13).

Malgré des taux d'inflation à deux chiffres, la BCE a adopté une attitude relativement modérée lors des ajustements de taux d'intérêt (figure 1). Cela s'explique par la diversité des conditions économiques dans les Etats membres, qui rend difficile la mise en place d'une politique monétaire unique. Pour éviter le risque de récession dans certains pays, la BCE a dû tolérer l'inflation et réguler de manière appropriée le niveau des taux d'intérêt. Ce risque a été illustré, entre autres, par les fortes différences dans les spreads de rendement l'année dernière (figure 14). Afin de lutter contre cette divergence et de favoriser une politique monétaire unique, la BCE a même approuvé à la mi-2022 un instrument de politique monétaire visant à garantir la transmission de la politique monétaire (TPI).

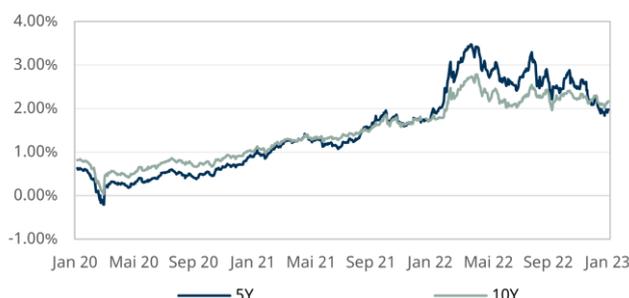
Le ralentissement du rythme des taux d'intérêt aggrave le problème de l'inflation, mais des indicateurs économiques positifs, tels que la stabilité du marché du travail et de l'activité économique dans certaines régions, indiquent que la BCE dispose d'une plus grande marge de manœuvre pour lutter contre l'inflation en augmentant les taux d'intérêt. Cela améliore la perspective, d'une part, de faire face au problème de l'inflation (figure 15) et, d'autre part, d'éviter une récession, ce qui a conduit à un euro plus fort et à une convergence des rendements obligataires des Etats membres. De même, de nombreux économistes révisent leurs perspectives de récession dans l'espace européen et l'évaluent comme évitable.

Figure 13: Euro Currency Index



**Remarque:** l'indice Euro Currency Index représente le rapport arithmétique entre quatre monnaies importantes et l'euro: le dollar américain, la livre britannique, le yen japonais et le franc suisse.  
**Source:** données de Refinitiv Eikon, au 30.01.2023

Figure 15: Anticipations d'inflation implicites au marché



**Remarque:** le graphique présente l'évolution historique des points morts d'inflation Breakeven (BEIR) pour l'Allemagne. Le BEIR est défini comme le différentiel de rendement des obligations d'Etat allemandes et des obligations indexées sur l'inflation (ILB) avec des échéances identiques.  
**Source:** données de Refinitiv Eikon, au 30.01.2023

Le marché prévoit actuellement une augmentation d'environ 41 pb (figure 16). Ainsi, une augmentation de 50 pb n'est pas à exclure et est d'ailleurs attendue par la plupart des économistes. En outre, la courbe des swaps indique qu'il faut s'attendre à des hausses d'au moins 25 pb au cours des réunions suivantes, le marché impliquant une valeur maximale d'environ 3,30 % pour le taux de facilité de dépôt.

## Nos anticipations

Nous nous attendons à ce que l'inflation continue à ralentir au cours des prochains mois. Cependant, elle continuera d'augmenter dans les années à venir et restera donc supérieure à l'objectif d'inflation de la BCE. En raison des différences économiques entre les Etats membres, la BCE doit faire preuve de prudence et ne pas prendre le risque de nuire à l'activité économique en procédant à des hausses massives supplémentaires des taux d'intérêt. Au lieu de cela, elle mettra en œuvre une politique monétaire plus restrictive en procédant à une série de hausses de taux d'intérêt de 25 à 50 pb jusqu'à ce que la situation énergétique se soit encore stabilisée. Pour la prochaine réunion, nous prévoyons une augmentation de 50 pb.

Figure 14: Spreads de rendement



**Remarque:** la figure représente les écarts de rendement des obligations d'Etat à 10 ans de certains Etats membres européens par rapport au rendement des obligations d'Etat allemandes.  
**Source:** données de Refinitiv Eikon, au 30.01.2023

Figure 16: Evolution des taux directeurs implicite au marché



**Remarque:** le graphique représente l'évolution des taux directeurs de la BCE (axe de droite). Celle-ci est dérivée des Overnight Index Swaps. L'axe de gauche représente les ajustements de taux d'intérêt implicites (en points de base) au cours du mois où une réunion de politique monétaire est prévue.  
**Source:** données de Refinitiv Eikon, au 30.01.2023

## CONTACT

Burak Er, CFA  
Head Research

Avobis Group AG  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zürich

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



Situation: 30. Januar 2023

**Avobis 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.