



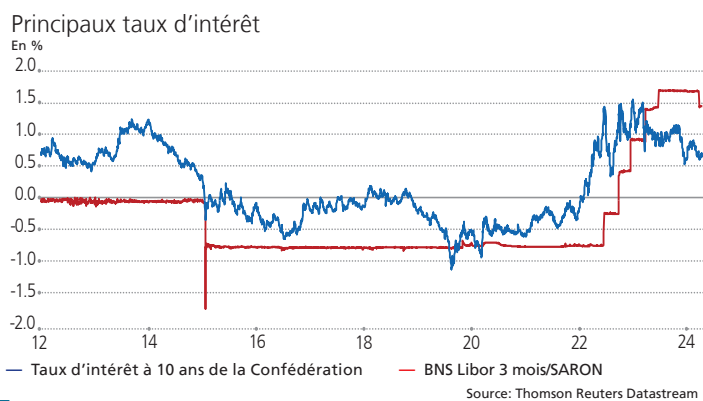
# Taux d'intérêt

Avril 2024

## Evolution & perspectives

### Anticipations versatiles

La Banque nationale suisse a ouvert le – tant attendu – bal de l'assouplissement monétaire en abaissant son taux directeur de 25 points de base le 21 mars dernier à 1.5%. Le mouvement, qui a surpris les observateurs, a été rendu possible par la trajectoire de l'inflation. En effet, la progression des prix suisses est désormais solidement ancrée dans la plage de variation assimilée à la stabilité des prix (positive mais en-dessous de 2%). En outre, elle se maintiendra en-dessous de 2% en 2024 et 2025, selon les prévisions de la BNS et de la BCGE !



Ailleurs, les banques centrales sont confrontées à une inflation plus rigide. Aux Etats-Unis, l'inflation a cessé de décélérer et oscille entre 3 et 3.7% depuis près d'un an. Mais cette apparente stabilisation cache des disparités importantes entre les différentes composantes de l'indice des prix. La désinflation a d'abord été guidée par les prix de l'énergie et des biens. Cette première phase, relativement rapide et aidée par des effets de base favorables, a poussé vers le bas la globalité de l'indice jusqu'en juin 2023. Depuis, les autres composantes ont pris le relais mais plus lentement. Les prix des services sont, par nature, plus rigides et sensibles à l'évolution des rémunérations. Aussi, aux Etats-Unis, la résistance des loyers (36% de l'indice CPI), malgré le ralentissement de l'immobilier et de la construction, explique la rigidité à la baisse de l'inflation qui reste aussi sujette aux fluctuations des prix de l'énergie, intrinsèquement volatils. Par ailleurs, l'économie et l'emploi demeurent robustes. Dans ce contexte, la Fed – qui doit répondre au double mandat de stabilité des prix et de plein emploi – devrait entamer son processus d'assouplissement plus tardivement dans l'année, et avec beaucoup de prudence.

En zone euro, l'activité est plus morose. L'union monétaire a échappé à la récession en 2023 mais la dynamique de croissance est molle et très hétérogène selon les pays. Partout, la situation de l'emploi est pourtant solide et le taux de chômage est à son plus bas depuis la création de la zone euro. Par ailleurs, le processus de désinflation est à l'œuvre. Les prix ont progressé de 2.4% en rythme annuel en mars. Les prix des services européens montrent également de la raideur, ne décélérant plus depuis 5 mois. Mais le poids des loyers est plus

marginal qu'outre Atlantique et leur dynamique plus modérée. Aussi, le ralentissement des prix alimentaires est à l'œuvre. La déflation persistante des prix à la production (en territoire négatif depuis mai 2023) témoigne de la baisse des tensions sur les prix. Les salaires progressent encore vigoureusement mais les premiers signes d'inflexion apparaissent. Dans l'attente d'une palette d'indicateurs plus large lui permettant d'être confiante quant au retour de l'inflation à la cible, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés lors de sa réunion d'avril. Plus que le retour de l'ensemble des composantes du panier des prix à la consommation à 2%, elle scrutera surtout l'évolution des rémunérations et du comportement des entreprises (compression des marges ou transmission des hausses de salaires aux prix) pour évaluer l'opportunité d'abaisser son taux directeur.

Le "dernier kilomètre" de désinflation (de 3 à 2%) est laborieux et alimente les excès d'anticipation des marchés financiers. Entre mi-octobre et mi-janvier, ils ont été euphoriques et prévoyaient que le *Fed funds rate* (taux directeur de la Fed) clôturerait 2024 à 3.75%. Cette projection d'un recul du taux de 175 points de base nécessitait 7 baisses courant 2024, soit largement plus que ce que les indications distillées par la Fed ne laissaient augurer. Les investisseurs ont ensuite drastiquement révisé leurs anticipations au gré des communications des banquiers centraux et des publications d'indicateurs d'activité et macroéconomiques, chiffres d'inflation en tête. Désormais les marchés n'anticipent plus que 2 baisses pour 2024 (-50 points de base) et sont ainsi plus conservateurs que la Fed. Ce revirement rapide témoigne des excès d'anticipation, les trajectoires macroéconomiques (activité, emploi et prix) n'ayant pas dévié.

Le cycle de resserrement monétaire arrive à son terme mais la rigidité de l'inflation et la progression des salaires appellent les banques centrales à la prudence. Dans ce contexte, les trajectoires de politique monétaire demeurent incertaines et alimentent une certaine volatilité obligataire. Le taux à 10 ans de la Confédération suisse devrait continuer à osciller, tout en restant proche de 1%. Les taux hypothécaires fixes, dans le sillage du taux à 10 ans de la Confédération ont légèrement progressé en ce début d'année, sans changer de tendance. Dans la continuité du mouvement entamé début 2024, le franc suisse perd à nouveau du terrain, tant face à l'euro qu'au dollar, effaçant l'appréciation rapide de la fin d'année 2023 sous l'impulsion des ventes de devises.

Taux d'intérêt 3 mois	31.03.2024	3 mois	12 mois
Suisse	1.46	1.50	1.00
Euro	3.89	4.25	3.00
USA	3.89	4.25	3.00

Taux d'intérêt 10 ans			
Suisse	0.71	1.00	1.20
Euro	2.27	2.40	2.60
USA	4.21	4.50	4.50

Source: Refinitiv Datatream & BCGE prévisions