

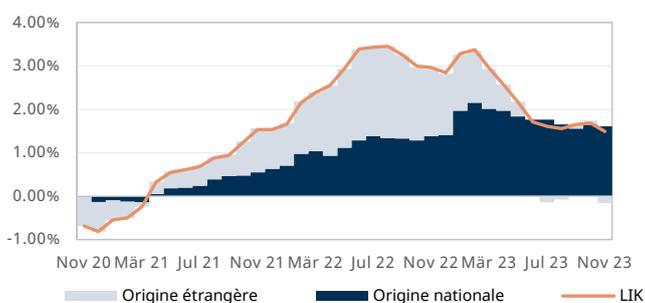
Suisse

La situation actuelle laisse penser que la BNS pourrait annoncer une baisse du taux directeur dès le mois de mars, à moins qu'une décision surprenante ne soit prise lors de la prochaine réunion de cette semaine. L'évolution actuelle des courbes de taux, combinée à la dynamique de l'inflation et aux conditions économiques générales, rend de plus en plus inefficace le maintien du niveau actuel des taux directeurs.

Malgré les ajustements de l'indice des loyers, le taux d'inflation s'élève à 1,40% sur une base annuelle, soit un niveau inférieur à celui du mois précédent. Le relèvement du taux d'intérêt de référence hypothécaire en juin s'est désormais répercuté sur les chiffres de l'inflation de novembre, ce qui se traduit notamment par une hausse annuelle de 2,42% du segment des loyers d'habitation, soit une contribution de 0,45% au panier de consommation total (IPC). Avec la nouvelle augmentation du taux d'intérêt de référence début décembre, certains locataires se voient confrontés, juste avant Noël, à des annonces de nouvelles hausses de loyers. Ces effets en cascade, principalement dus à l'augmentation du niveau des taux d'intérêt, devraient devenir les principaux moteurs de l'inflation l'année prochaine et plaider contre le maintien du niveau actuel des taux directeurs.

Les moteurs initiaux de l'inflation, déclenchés par la hausse des prix à l'importation, se sont entre-temps atténués et contribuent même légèrement à un effet déflationniste (graphique 1). Le renforcement ciblé du franc suisse n'a pas seulement aidé à lutter contre l'inflation, mais a également conduit à des valeurs maximales dans les taux de change. Cette évolution a progressivement eu des effets négatifs sur l'économie suisse, en particulier sur le secteur des exportations, qui se voit déjà affecté par une faible demande sur les marchés de vente. Ce fait souligne que la BNS pourrait

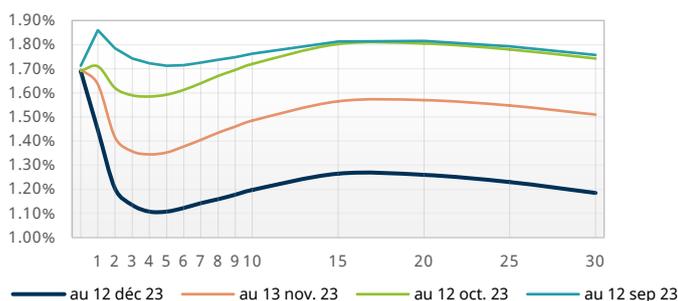
Figure 1 : L'indice des prix à la consommation (IPC)



Remarque : contributions à la variation des prix à la consommation en Suisse de l'année précédente, réparties selon l'origine des biens.

Source : données de la BNS, OFS, au 12.12.2023

Figure 3 : Courbes de swap vs. SARON



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 12.12.2023

désormais cesser ses achats actifs de devises afin d'éviter des dommages économiques inutiles.

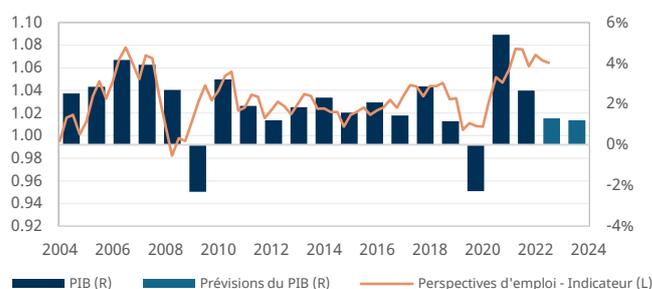
Les prévisions actuelles indiquent que l'économie suisse pourrait connaître un ralentissement et des taux de croissance inférieurs à la moyenne dans les années à venir, parallèlement à la situation économique mondiale (figure 2). Bien que la consommation privée puisse avoir un effet stabilisateur partiel grâce à une situation solide sur le marché du travail et à des perspectives d'emploi positives, cela ne suffira pas pour obtenir une reprise globale. De plus, de nombreuses entreprises, en particulier dans le secteur de la construction, sont confrontées au défi d'un octroi de crédit de plus en plus restrictif, ce qui limite encore le potentiel de croissance. Un assouplissement des conditions de financement pourrait remédier à cette situation.

Sur le marché des swaps, on observe actuellement un sentiment encore plus optimiste que le mois précédent. L'agrégation des attentes du marché donne une courbe des taux où les taux pour toutes les échéances sont nettement inférieurs au taux SARON (graphique 3). Cela soulève la question de savoir dans quelle mesure cette situation a encore un effet restrictif, d'autant plus que les crédits à taux fixe peuvent désormais être conclus à des conditions qui intègrent déjà des baisses importantes des taux directeurs (figure 4).

Notre anticipation

Sur la base de ces raisonnements, nous anticipons une première baisse du taux directeur de 25 pb dès mars 2024, suivie d'autres ajustements au cours de l'année suivante (figure 4).

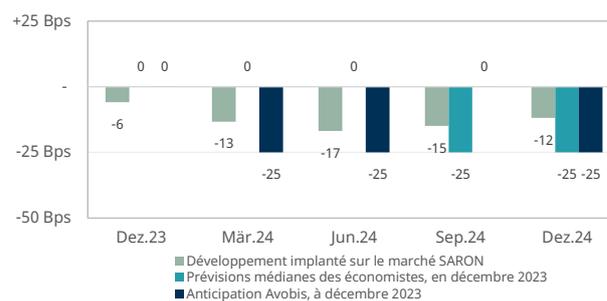
Figure 2 : Développement économique et perspectives



Remarque : le graphique montre l'évolution trimestrielle des perspectives d'emploi. Une valeur de 1,00 signifie que l'on s'attend à une stagnation de l'emploi total au cours du prochain trimestre. Si la valeur est supérieure à 1,00, on peut s'attendre à une augmentation du nombre total d'emplois. Les prévisions de croissance du PIB se basent sur les prévisions conjoncturelles du SECO du 20/09/2023.

Source : données de l'OFS, Seco, au 12.12.2023

Figure 4 : Prévisions du taux directeur de la BNS



Remarque : la prévision du taux SARON, implicite au marché, est dérivée des swaps de taux d'intérêt. Les prévisions des économistes se basent sur des enquêtes régulières de Bloomberg.

Source : données de Bloomberg, Refinitiv Eikon, Avobis, au 12.12.2023

International

Dans le contexte actuel de la politique monétaire, les décisions de la Fed et de la BCE, qui doivent être prises ce mercredi soir et jeudi après-midi, sont sous les feux de la rampe. Au vu des taux d'inflation proches de la barre des 3,0% dans les deux zones économiques, les indices d'une possible baisse des taux d'intérêt l'année prochaine se multiplient. Par rapport à la BCE, la Fed tend à adopter une approche plus prudente et décalée dans le temps, les décisions de baisse des taux dépendant fortement de l'évolution de l'inflation et du besoin de soutien de l'économie.

Aux États-Unis, malgré une baisse, l'inflation reste persistante et le taux d'inflation sous-jacente de 4,0% en novembre montre un risque persistant. Les anticipations d'inflation à long terme des acteurs du marché restent supérieures à l'objectif de 2,0%, ce qui indique que la crédibilité pour réussir à lutter contre l'inflation n'est pas totalement acquise (graphique 6). Cette situation souligne la nécessité de poursuivre une politique monétaire restrictive pour contrer une nouvelle hausse de l'inflation.

L'économie américaine se montre suffisamment résistante pour poursuivre l'orientation actuellement restrictive de la politique monétaire et, le cas échéant, pour maintenir les taux d'intérêt à un niveau élevé plus longtemps que prévu. La solidité du marché du travail, caractérisée par une augmentation de la participation au marché du travail et des salaires, renforce la performance économique et la demande. Cela constitue une base stable pour un éventuel "soft landing". Dans ce contexte, la Fed peut se permettre d'agir de manière attentiste et d'observer l'évolution future sans risquer de dommages économiques notables.

En revanche, la BCE est confrontée à un dilemme entre la lutte contre l'inflation et le risque de récession. La baisse de la demande agrégée en

Europe entraîne une accélération de la baisse du taux d'inflation (figure 6), mais exerce en même temps une pression sur l'économie, qui risque de faire face à un arrêt de la croissance, voire à une situation proche de la récession, l'année prochaine.

Cette situation délicate exige un grand tact de la part des décideurs en matière de politique monétaire. L'objectif est de minimiser les dommages économiques et de créer rapidement un environnement monétaire moins restrictif qui soutienne l'économie sans raviver le risque d'inflation. Dans ce contexte, on peut en conclure que la BCE pourrait bientôt être amenée à commencer à baisser ses taux d'intérêt.

Le marché des taux d'intérêt spéculait sur plusieurs baisses de taux pour les deux décideurs au cours de l'année prochaine. Le marché suggère que la BCE procèdera à des baisses de taux cumulées de plus de 130 points de base au cours de ses huit réunions, tandis que des baisses de taux d'environ 110 points de base sont anticipées pour la Fed (graphique 8).

Notre anticipation

Nos prévisions prévoient une nouvelle pause dans les taux d'intérêt lors des réunions actuelles. Par la suite, il semble le plus probable que la BCE commence à abaisser son taux directeur de 25 pb en mars. Si l'inflation sous-jacente continue de s'affaiblir, la Fed envisagera d'éventuelles baisses de taux au deuxième trimestre.

Figure 5 : Evolution de l'inflation et des taux directeurs aux Etats-Unis



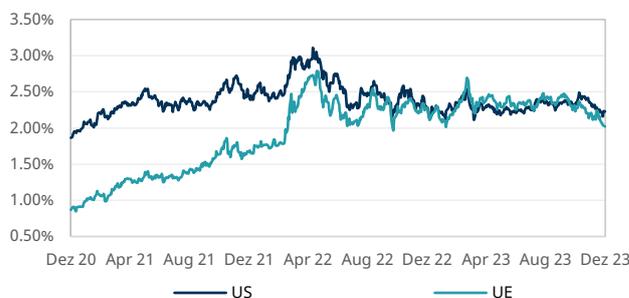
Remarque : le graphique montre le taux effectif des fonds fédéraux, l'indice des prix à la consommation (IPC) et le taux d'inflation de base. Les zones ombrées indiquent les récessions aux Etats-Unis.
Source : données de FRED, au 12.12.2023

Figure 7 : Evolution de l'inflation et des taux directeurs dans l'UE



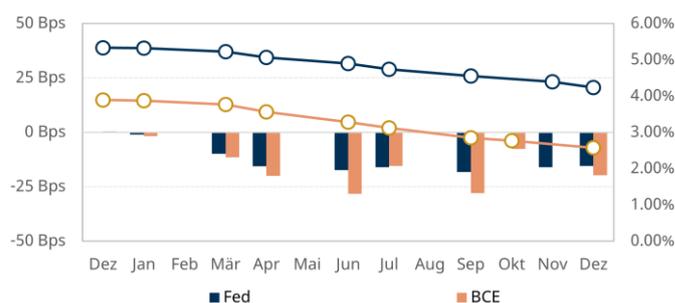
Remarque : le graphique montre le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE, l'indice des prix à la consommation (IPC) et le taux d'inflation sous-jacent.
Source : données de Refinitiv Eikon, au 12.12.2023

Figure 6 : Anticipations d'inflation implémentées par le marché aux Etats-Unis et dans l'UE



Remarque : le graphique comprend l'évolution historique du point mort d'inflation (BEIR) des pays / régions concernés. Le BEIR est défini comme l'écart de rendement entre les obligations d'Etat et les obligations indexées sur l'inflation (ILB) de même échéance. Le BEIR à 10 ans peut être interprété comme l'anticipation d'inflation à long terme implicite au marché.
Source : données de Refinitiv Eikon, au 12.12.2023

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 12.12.2023

CONTACT



Burak Er, CFA
Head Research

Avobis Group AG
Brandschenkestrasse 38
8001 Zurich

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

Situation au 12 décembre 2023

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.