

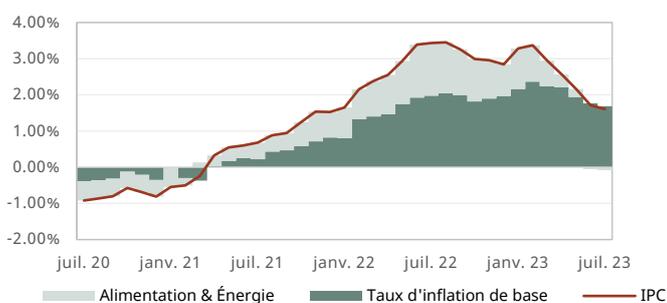
Suisse

Publiées hier (2 août 2023), les données relatives à l'inflation au mois de juillet indiquent une poursuite de la tendance positive des derniers mois. A cet égard, la baisse de l'inflation importée doit notamment être soulignée comme un signe positif. Néanmoins, les risques d'effets multi-rounds, principalement dus à l'augmentation des loyers, sont toujours présents et ne sont pas encore pleinement pris en compte dans les données les plus récentes. Il en résulte que le marché des taux d'intérêt a réagi aux données sur l'inflation en augmentant légèrement les taux swap, tandis que l'orientation pour la prochaine évaluation de la situation monétaire reste constante.

L'indice des prix à la consommation (IPC) a baissé de 0.10 % par rapport au mois précédent et le taux d'inflation de 1.61 % sur une base annuelle, reste inférieur à l'objectif d'inflation de la BNS (figure 1). Cela s'explique d'une part par l'évolution négative des prix des éléments volatils tels que les denrées alimentaires et l'énergie, et d'autre part par la baisse des prix des biens importés (figure 2).

L'action de la BNS en matière de politique monétaire, notamment dans le contexte de l'appréciation active du franc suisse, s'avère ici efficace. Il convient toutefois de noter que près des trois quarts du panier représentatif sont constitués de biens domestiques, dont le renchérissement en juillet, tant par rapport au même mois de l'année précédente que par rapport au mois précédent, avec respectivement 2.30 % et 0.20 %, souligne la persistance de l'inflation. De plus, les données actuelles ne tiennent pas compte de l'inflation due aux ajustements des loyers des trois derniers mois, ce qui entraîne une distorsion vers le bas des taux d'inflation.

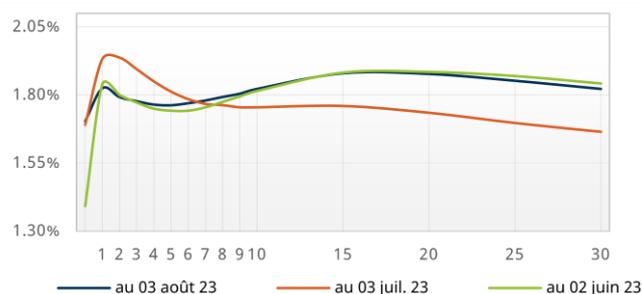
Figure 1: Indice national des prix à la consommation (IPC)



Remarque: Contributions à la variation sur un an des prix à la consommation en Suisse; le taux d'inflation sous-jacent comprend toutes les composantes sauf l'alimentation, l'énergie, le tabac et les produits saisonniers (alimentation et énergie).

Source: Données de Refinitiv Eikon, au 03/08/2023

Figure 3: Courbe de structure des taux – taux de swap



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 03/08/2023

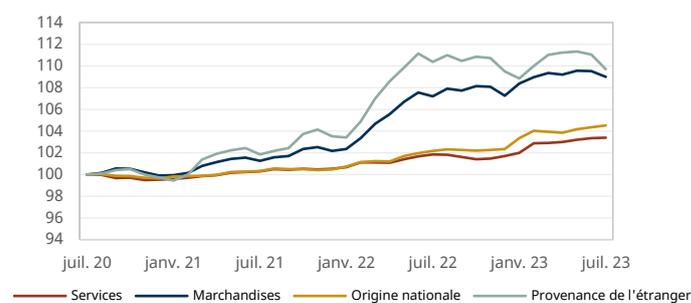
Les poussées inflationnistes dues aux hausses de loyers ne s'étant pas encore produites, les taux swap de la partie la plus longue du marché ont réagi avec une relative retenue aux données positives sur l'inflation. En comparaison avec le mois précédent, il apparaît toutefois clairement que le marché des taux d'intérêt exclut systématiquement toute nouvelle action agressive de la part de la BNS depuis la décision de juin (figure 3). Cette analyse se reflète notamment dans les segments court et moyen de la courbe des taux.

Le marché des taux d'intérêt se montre indécis quant à la politique monétaire future et oscille entre la possibilité d'une nouvelle hausse des taux de 25 pb lors de la réunion de septembre et une pause dans les taux (figure 4).

Notre anticipation

Malgré l'évolution actuelle, nos prévisions pour le taux directeur ne prévoient pas de hausse supérieure à 2.0 %. Si la tendance positive de l'inflation se poursuit, nous pourrions assister à une nouvelle baisse des taux d'intérêt à long terme. Nous considérons toutefois qu'il est peu probable que le taux swap à 10 ans tombe significativement en dessous du taux SARON à long terme. En cas d'évolution négative de l'inflation, la courbe des taux pourrait continuer à fluctuer fortement.

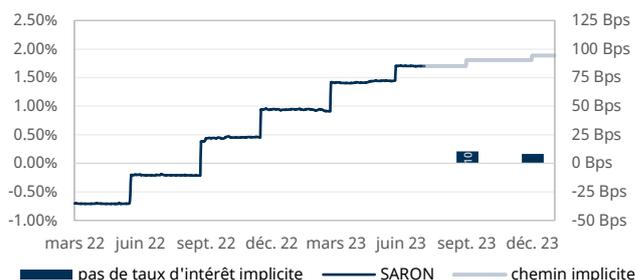
Figure 2: Indices des prix à la consommation



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 catégorisés selon leur origine.

Source: Données de la BNS, au 03/08/2023

Figure 4: Évolution des taux directeurs implicites



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 03/08/2023

Étranger

Rétrospectivement, la réunion de juin de la Fed s'est avérée ne constituer qu'un bref répit, car la réunion de juillet suivante était déjà consacrée à la prochaine hausse des taux de 25 pb – malgré une évolution toujours positive de l'inflation. La BCE a suivi le même chemin et a également augmenté ses taux de 25 pb. Les deux banques centrales indiquent qu'elles sont prêtes à procéder à de nouveaux ajustements en septembre si la base de données l'exige. Entre-temps, les rendements des emprunts d'État japonais à 10 ans ont dépassé la barre des 0.50 %, ce qui peut être interprété comme un signal d'orientation restrictive de la politique monétaire en Asie également.

La poursuite du relèvement des taux d'intérêt par la Fed pourrait surprendre au vu de la baisse des taux d'inflation qui, en termes d'indice des prix à la consommation, se rapprochent de plus en plus de la cible d'inflation (figure 5). Toutefois, si l'on considère l'inflation sous-jacente en excluant des segments très fluctuants comme l'alimentation et l'énergie, on constate un taux d'inflation nettement plus élevé de 5.60 %. Là aussi, un renversement de tendance se dessine peu à peu, mais le taux d'inflation sous-jacent se montre tenace, ce qui justifie le resserrement opéré.

Les acteurs du marché ont désormais compris que le resserrement de la politique monétaire ne sera pas assoupli de sitôt. Jusqu'à présent, tant le marché des taux que différents économistes prévoient des baisses de taux malgré les signaux envoyés par la Fed. La structure actuelle de la courbe des taux indique toutefois que le niveau actuel des taux d'intérêt se maintiendra jusqu'au milieu de l'année prochaine (figure 6). Un assouplissement précipité de la politique monétaire restrictive pourrait, comme le montre l'expérience des années 1980, entraîner une nouvelle hausse de l'inflation. Dans ce contexte, il est possible d'établir un parallèle entre Paul Volcker et Jerome Powell, puisque ce dernier, par son attitude de

lutte contre l'inflation à tout prix, montre clairement qu'il s'en tiendra très longtemps à une politique monétaire de resserrement.

Un scénario comparable se dessine dans la zone euro, où le taux d'inflation sous-jacent a atteint son sommet actuel, tandis que les indicateurs d'un éventuel retournement de tendance sont encore faibles (voir figure 7). Compte tenu de ces données et de la croissance économique modérée, mais néanmoins positive, enregistrée au premier trimestre dans la zone euro, il est probable que la BCE soit contrainte de relever son taux directeur après la pause estivale.

La Banque centrale du Japon (BoJ), qui a jusqu'à présent maintenu sa politique monétaire expansionniste malgré l'évolution globale de l'inflation, montre des signes d'une transition prudente vers une attitude plus restrictive. Dans le cadre du caractère unique de sa gestion de la politique monétaire, qui, outre le contrôle du taux directeur, intervient également sur la courbe des taux, elle avait jusqu'à récemment fixé une limite supérieure de 0.50 % pour le rendement des obligations à 10 ans. Cette limite supérieure a toutefois été interprétée par la BoJ comme un objectif plutôt que comme une limite rigide, le rendement à 10 ans pouvant désormais atteindre 1.0 % (figure 8). Malgré cet ajustement et l'intention d'augmenter prudemment les rendements, ce changement ne devrait pas être significatif pour les marchés étrangers à taux fixe, même si des mesures plus agressives pourraient augmenter les rendements mondiaux.

Notre anticipation

Nous nous attendons à ce que la BCE relève à nouveau son taux directeur de 25 pb en septembre. En revanche, pour la Fed, nous considérons actuellement le scénario d'une pause dans la hausse des taux comme aussi probable qu'une nouvelle hausse. En outre, l'impact du déclassement de Fitch sur les rendements obligataires américains à long terme doit être évalué plus précisément.

Figure 5: Inflation USA



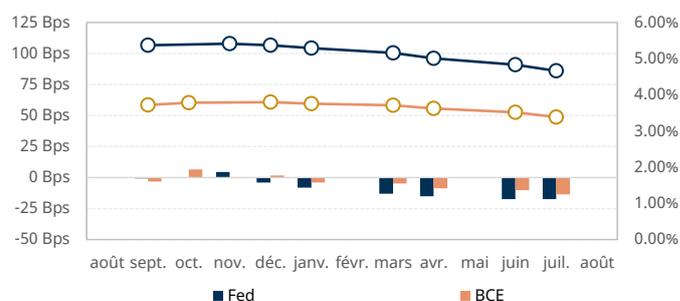
Remarque: La figure montre le taux effectif des fonds fédéraux, l'indice des prix à la consommation (ICP) et le taux d'inflation de base. Les zones grisées indiquent les récessions aux États-Unis.
Source: Données de FRED, au 03/08/2023

Figure 7: Evolution de l'inflation en Europe



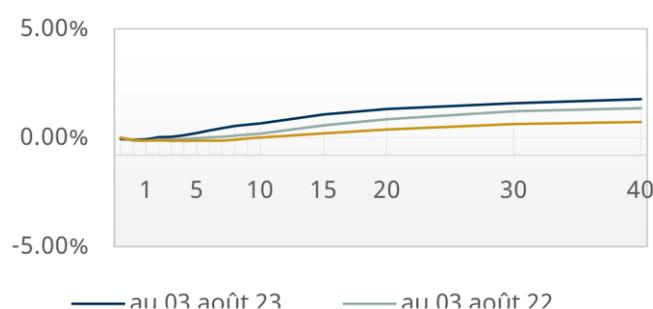
Remarque: La figure présente l'évolution historique des indices des prix à la consommation les plus représentatifs des pays / régions concernés.
Source: Données de Refinitiv Eikon, au 03/08/2023

Figure 6: 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 03/08/2023

Figure 8: Courbe de structure des taux JPY



Remarque: Les courbes de structure des taux permettent de visualiser la structure sous-jacente des taux d'intérêt sur le marché des obligations d'État japonaises. 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 03/08/2023

CONTACT



Burak Er, CFA
Head Research

Avobis Group SA
Brandschenkestrasse 38
8001 Zurich

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

Situation: 3 août 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.