

## Suisse

Le 22 juin dernier, la BNS a relevé son taux directeur pour la cinquième fois dans le cadre d'un nouveau cycle de resserrement de la politique monétaire. Alors que de nombreux économistes avaient prédit un mouvement de 25 pb, les mouvements sur le marché des swaps indiquaient une décision plus forte de la BNS, à hauteur de 50 pb. Avec cette mesure, la BNS se rapproche du pic des taux d'intérêt, même si l'inflation n'est pas encore totalement maîtrisée.

Dans chacune de ses quatre décisions précédentes, la BNS a dépassé les attentes du marché en procédant à des hausses de taux plus importantes que celles prévues par le marché (figures 1 et 4). La BNS n'a déçu les attentes du marché que lors de sa décision de septembre 2022, où l'on s'attendait à une hausse extrêmement agressive des taux d'intérêt d'un point de pourcentage complet. Même pendant l'escalade de la crise autour des banques en mars 2023, la BNS est restée sereine et a réservé une bonne surprise au marché.

La décision de ce mois-ci, qui a été inférieure aux attentes, signale que la marge pour de nouvelles hausses significatives des taux d'intérêt est limitée. Cela pourrait indiquer que nous nous approchons du pic de la hausse des taux d'intérêt ou que nous l'avons déjà atteint. Les effets des mesures de resserrement prises jusqu'à présent doivent maintenant être soigneusement observés et évalués.

Les augmentations graduelles des taux d'intérêt pourraient générer des risques potentiels dans le système financier, qui doivent être analysés en détail. Des hausses drastiques des taux d'intérêt sur de courtes périodes peuvent mettre les banques en difficulté, surtout si les durées de leurs actifs et de leurs passifs sont divergentes. De tels risques de taux d'intérêt

ont entraîné des situations de crise, voire des faillites, dans plusieurs banques américaines cette année. Parallèlement, les hausses de taux d'intérêt ont un impact sur le secteur immobilier, bien qu'elles aient un effet plutôt inefficace et retardé sur la formation des prix et la dynamique du marché. L'accent sera désormais davantage mis sur de tels facteurs de risque, ce qui rend de nouvelles hausses de taux d'intérêt moins probables.

On peut donc supposer que, malgré une inflation persistante qui devrait rester élevée en raison des effets de second cycle (figure 2), la BNS aura davantage recours à d'autres outils de politique monétaire, comme l'appréciation du franc suisse. La BNS, qui a réduit d'environ 20 % ses réserves de devises étrangères depuis la mi-2022, provoquant ainsi une appréciation du franc suisse, a ainsi pu, entre autres, contrer l'inflation importée (figure 3). On peut s'attendre à ce que cette tendance se poursuive, l'inflation nationale ne pouvant être que faiblement influencée à partir de cette date en raison des effets de second cycle. Par conséquent, la politique monétaire restrictive sera maintenue pour une durée indéterminée.

## Notre anticipation

Malgré l'évolution actuelle, nos prévisions pour le taux directeur ne prévoient pas de hausse supérieure à 2,0 %. Les données d'inflation pour le mois de juin donnent à première vue une impression positive, avec une inflation annuelle de 1,7 % et une inflation mensuelle de 0,10 %. Toutefois, ces chiffres ne tiennent pas compte des ajustements des loyers. En conséquence, le taux d'inflation de base reste à un niveau élevé de 1,80 %. 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 1: Chocs d'anticipation de la politique monétaire

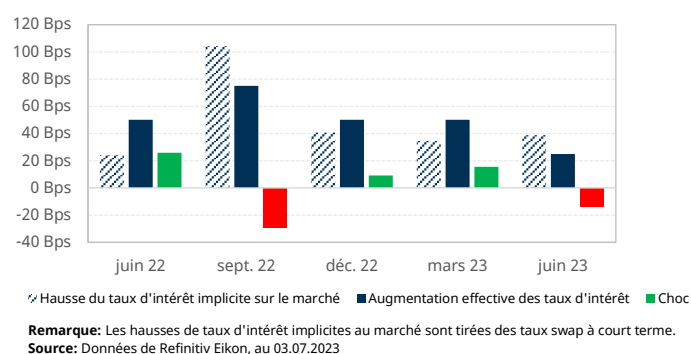


Figure 2: Inflation actuelle et prévisions de la BNS

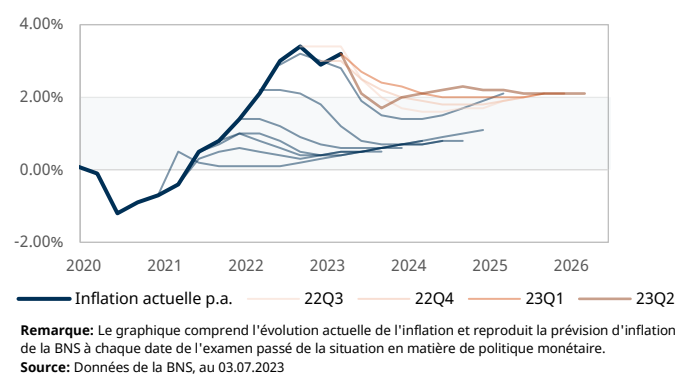


Figure 3: Réserves de devises étrangères de la BNS et inflation importée

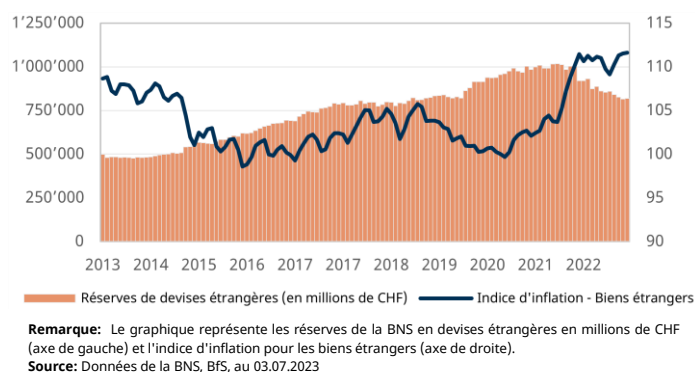
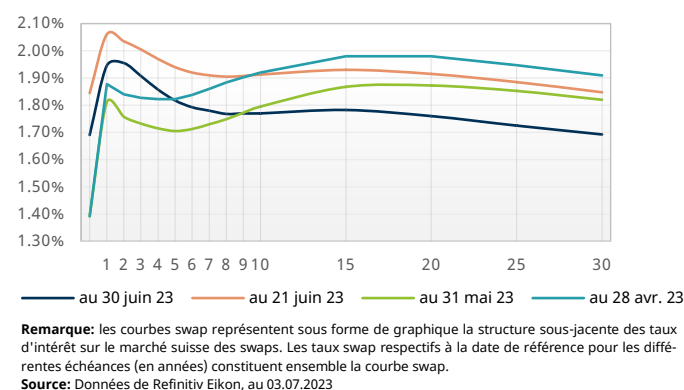


Figure 4: Courbe des taux – taux de swap



## Etranger

Conformément à nos prévisions, la BCE a encore resserré sa politique monétaire en augmentant son taux directeur de 25 pb supplémentaires. De l'autre côté de l'Atlantique, la Fed laisse son taux directeur inchangé après dix hausses consécutives, mais signale un nouveau resserrement de 50 pb d'ici la fin de l'année. Actuellement, le marché des taux d'intérêt semble accorder peu de crédit à ces perspectives, mais exclut désormais toute baisse des taux d'intérêt pour cette année.

L'évolution de l'inflation aux Etats-Unis montre des tendances positives et a enregistré un taux de 4,0 % en mai par rapport à l'année précédente. Néanmoins, elle est nettement supérieure à l'objectif d'inflation visé. Avec une fourchette de 5,0 % à 5,25 %, le taux actuel des Fed Funds dépasse non seulement le taux d'inflation actuel (figure 5), mais aussi les anticipations d'inflation à long terme des acteurs du marché (figure 8). Ces circonstances laissent penser que les mesures de politique monétaire sont déjà suffisamment restrictives. Par conséquent, le marché semble s'interroger sur la nécessité d'un resserrement supplémentaire, et ce malgré l'annonce claire de la Fed de relever les taux d'un demi-point de pourcentage d'ici fin 2023. Ce scepticisme se reflète également dans les prévisions de hausse des taux d'intérêt formulées par les acteurs du marché pour les autres réunions de l'année, qui ne prévoient pas de hausse complète de 25 points de base pour la réunion de juillet (figure 6). Néanmoins, le marché ne s'attend plus à ce qu'un revirement des taux d'intérêt ait lieu cette année.

Une tendance positive se dessine dans l'économie européenne en ce qui concerne l'inflation qui évolue progressivement dans la direction souhaitée. Toutefois, le taux d'inflation reste encore relativement élevé, à 5,50 %

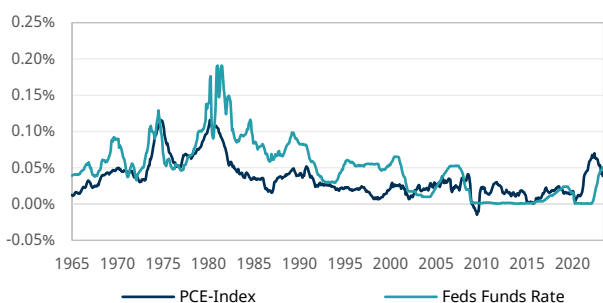
pour la zone euro. De plus, l'on note des différences régionales significatives (figure 7). Malgré cela, l'évolution générale de l'inflation est encourageante et les anticipations d'inflation à long terme sont stables (figure 8). En outre, les rendements obligataires à dix ans des Etats membres de l'UE font preuve d'une stabilité croissante, laissant derrière eux une volatilité antérieure. En outre, les différences de rendement, par exemple par rapport aux obligations d'Etat allemands, ne divergent pas davantage. Ces observations indiquent que la BCE a jusqu'à présent géré efficacement sa politique monétaire en tenant compte des différents facteurs de risque et que sa crédibilité en matière de politique monétaire est donc établie sur le marché. La BCE a clairement indiqué qu'elle augmenterait une nouvelle fois son taux directeur de 25 pb en juillet.

Lors de sa réunion de juin, la Banque du Japon a maintenu ses objectifs de taux d'intérêt à court terme inchangés à -0,1 % et n'a apporté aucune modification à sa politique de gestion de la courbe des taux après deux jours de délibération. Compte tenu du taux d'inflation supérieur à l'objectif d'inflation de 2,0 %, le point mort d'inflation à 10 ans reste à un niveau élevé (figure 8).

## Notre anticipation

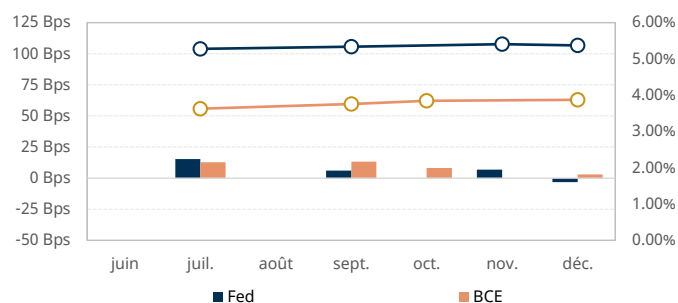
Selon nos prévisions, la Fed et la BCE devraient toutes deux procéder à une hausse des taux de 25 pb lors de leur réunion respective de juillet. Nous interprétons les évolutions, les données et les signaux actuels comme des indicateurs montrant que la question de la date et de l'ampleur du pic des taux d'intérêt devient secondaire. L'accent est plutôt mis sur le fait qu'une politique monétaire stricte sera probablement maintenue plus longtemps que prévu jusqu'à présent.

Figure 5: Taux des fonds fédéraux vs. inflation



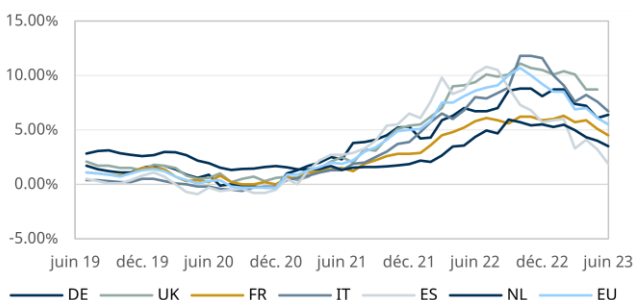
**Remarque:** La figure montre le taux effectif des fonds fédéraux et l'indice des prix des dépenses de consommation personnelles (indice PCE). L'indice PCE est une mesure des prix payés pour les biens et les services par les personnes vivant aux États-Unis ou par ceux qui achètent pour elles.  
**Source:** Données de la Fed, au 03.07.2023

Figure 6: évolutions des taux directeurs implicites au marché



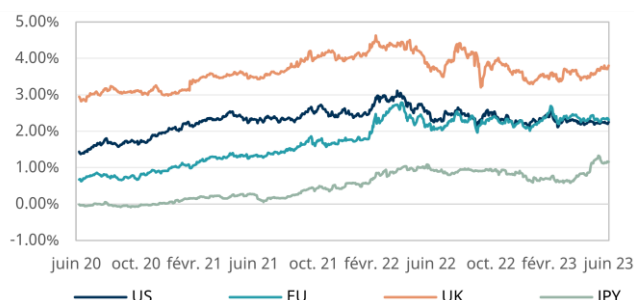
**Remarque:** Le graphique représente l'évolution des taux directeurs de la Fed et de la BCE implicites au marché (axe de droite). Ceux-ci sont dérivés des Fed Funds Futures ou des Overnight Index Swaps. L'axe de gauche représente les ajustements de taux d'intérêt implicites (en points de base) au cours du mois respectif où une réunion de politique monétaire est prévue.  
**Source:** Données de Refinitiv Eikon, au 03.07.2023

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 03.07.2023

Figure 8: Anticipations d'inflation implicites au marché



**Remarque:** La figure présente l'évolution historique du point mort d'inflation Breakeven (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 une anticipation de l'inflation à long terme, implicite au marché.  
**Source:** Données de Refinitiv Eikon, au 03.07.2023

## 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 Juillet 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.