

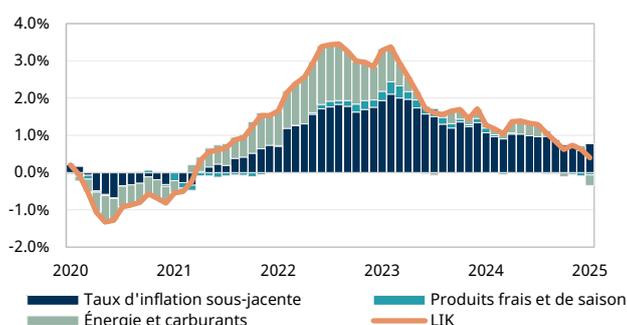
Suisse

La première évaluation de la situation économique et monétaire de la BNS de cette année approche et une nouvelle décision surprise n'est pas à exclure. Depuis la séance de décembre, les attentes sur le marché des taux d'intérêt concernant de nouvelles baisses des taux directeurs ont quelque peu diminué, tandis que les taux négatifs ne sont plus à l'ordre du jour pour le moment. Une nouvelle hausse des taux est certes évidente, mais la BNS pourrait néanmoins agir avec retenue et faire une pause.

L'inflation globale en Suisse a baissé à 0,40% en janvier, atteignant ainsi un nouveau plancher (figure 1). Cette évolution correspondait largement aux attentes et se situe dans le cadre des prévisions de la BNS. Malgré une hausse supposée de l'inflation sous-jacente, la pression sur les prix reste faible : en comparaison mensuelle, l'inflation sous-jacente est légèrement négative et la hausse résulte principalement d'effets de base (figure 2). Un renversement de tendance de l'inflation ne se dessine donc pas - au contraire, le renchérissement continue d'évoluer en direction de zéro. Dès les données de février, l'inflation pourrait se situer à 0%, voire en territoire négatif.

Dans ce contexte, de nombreux éléments plaident en faveur d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt. Néanmoins, la BNS pourrait tolérer une inflation temporairement basse, pour autant qu'elle reste dans la zone cible à moyen terme. Dans ce cas, une attitude attentiste serait envisageable afin de conserver une marge de manœuvre monétaire pour des interventions ultérieures. Des déclarations récentes de représentants de la BNS indiquent du moins qu'une telle stratégie n'est pas exclue. Cette retenue se reflète également dans les attentes du marché : les prévisions d'assouplissement de la politique monétaire ont été revues à la baisse pour cette année (figure 3), tandis que la courbe des swaps de taux d'intérêt s'est nettement pentifiée par rapport aux mois précédents (figure 4).

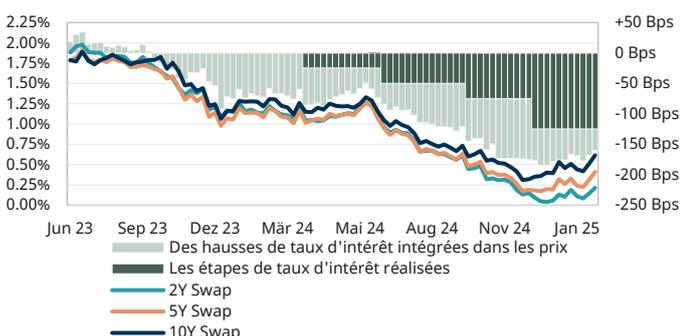
Figure 1 : L'indice des prix à la consommation (IPC)



Remarque : le graphique montre l'évolution de l'indice des prix à la consommation (IPC) ainsi que les contributions du taux d'inflation sous-jacent et des composantes volatiles à la variation par rapport à l'année précédente.

Source : données de l'OFS

Figure 3 : Taux d'intérêt à long terme des swaps et taux d'intérêt implicites pour les quatre prochaines séances



Remarque : le graphique montre l'évolution historique des taux d'intérêt des swaps pour des durées de 2, 5 et 10 ans ainsi que les hausses de taux d'intérêt déjà effectuées et celles intégrées dans les prix pour les quatre prochaines séances à partir de l'examen de la situation économique et monétaire du 22 juin 2023, lors duquel le taux directeur de la BNS a été relevé pour la dernière fois de 1,50% à 1,75%.

Source : données de Refinitiv Eikon

La courbe actuelle des taux d'intérêt permet plusieurs interprétations. L'hypothèse la plus plausible semble toutefois être que les acteurs du marché tablent sur une reprise économique en Suisse et sur une possible augmentation de l'inflation. Cela réduirait la pression sur la BNS pour qu'elle réagisse par de nouvelles baisses des taux d'intérêt, ce qui explique les attentes récemment modérées en matière d'assouplissement de la politique monétaire.

Selon des estimations rapides, l'économie suisse a connu une croissance de 0,80% en 2024, ce qui est inférieur à l'année précédente. En comparaison européenne, elle se montre toutefois résistante. Une reprise modérée est attendue pour 2025, portée par une consommation solide et des exportations pharmaceutiques en hausse. Parallèlement, l'industrie MEM reste sous pression, notamment en raison des droits de douane américains sous Trump, qui pèsent déjà indirectement sur les exportations suisses. L'industrie pharmaceutique pourrait également être mise sous pression par d'éventuelles barrières commerciales, les États-Unis étant un débouché central.

Malgré ces risques, l'économie devrait globalement se développer de manière stable, même si la croissance est limitée. Pour rester compétitif, l'innovation, les ajustements structurels et le développement des relations commerciales sont essentiels. De plus, de nouveaux assouplissements monétaires pourraient donner des impulsions supplémentaires à l'économie.

Notre anticipation

Nous nous attendons à une nouvelle baisse significative de l'inflation en février et pensons qu'une réduction du taux directeur de 25 pb est le scénario le plus probable. Toutefois, une décision de la BNS de faire une pause pour le moment ne serait pas non plus surprenante.

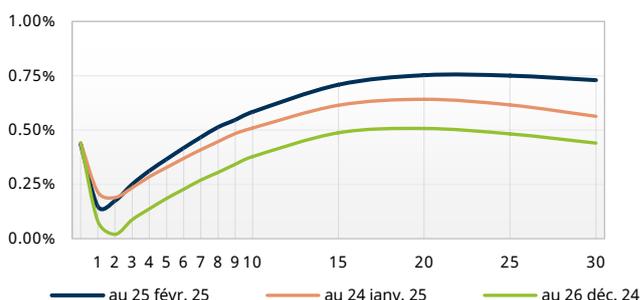
Figure 2 : Taux d'inflation sous-jacente



Remarque : le graphique montre le taux d'inflation sous-jacent, indexé à 100 en janvier 2020, ainsi que le pourcentage de variation par rapport au mois précédent. Les mois correspondants de l'année précédente sont indiqués en gris.

Source : données de l'OFS

Figure 4 : 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

International

Comme nous l'avions prévu, la Fed adopte une attitude attentiste et suspend pour l'instant toute nouvelle baisse des taux d'intérêt compte tenu des inquiétudes persistantes concernant l'inflation. En revanche, la BCE a abaissé son taux de dépôt de 25 pb à 2,75% lors de sa réunion de janvier. Alors qu'aux Etats-Unis, l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme pourrait devenir un défi sous la politique économique de la nouvelle administration Trump, une pause dans l'assouplissement de la politique monétaire devrait également être de plus en plus discutée au sein de la BCE.

Pour que la politique monétaire soit efficace, il est essentiel que les anticipations d'inflation des acteurs du marché soient ancrées de manière stable au niveau souhaité. Si elles s'en écartent, la crédibilité de la banque centrale en pâtit, ce qui pourrait susciter des doutes quant à sa capacité à contrôler l'inflation à moyen et long terme. Dans les cas extrêmes, cela pourrait nécessiter des mesures plus restrictives. En outre, des anticipations inflationnistes croissantes comportent le risque d'une prophétie auto-réalisatrice qui accroît encore les pressions sur les prix lorsque les entreprises adaptent leurs prix de manière préventive et que les consommateurs accélèrent leurs dépenses afin d'éviter de futures pertes de pouvoir d'achat.

Certains indicateurs montrent que la politique économique de l'administration Trump, notamment les réductions d'impôts et les droits de douane, a déjà entraîné une hausse des anticipations d'inflation. Les anticipations d'inflation à un et cinq ans recueillies par l'université du Michigan montrent une nette augmentation (figure 5). Les anticipations d'inflation implicites du marché n'ont en revanche que légèrement augmenté, mais restent à un niveau élevé (figure 6), ce qui indique une situation de politique monétaire

tendue, mais pas incontrôlable. La Fed peut et devrait donc attendre avant de procéder à de nouveaux assouplissements, d'autant plus que le marché du travail reste solide.

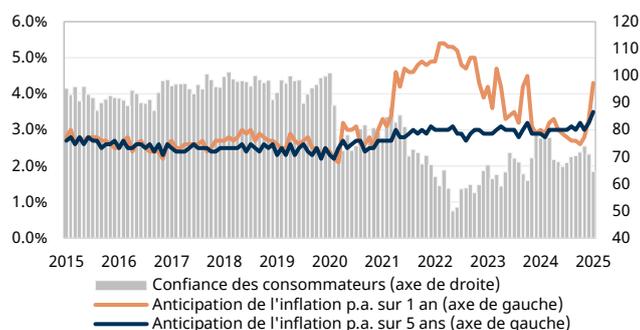
Un indicateur de la BCE portant sur les salaires négociés a enregistré une hausse plus faible au quatrième trimestre de l'année dernière par rapport au trimestre précédent (figure 7). Le processus de désinflation dans la zone euro se poursuit donc, quoique lentement, et devrait permettre à la BCE de réduire encore les coûts de financement de 25 pb la semaine prochaine, ce qui est déjà entièrement pris en compte sur le marché des taux (figure 8).

Néanmoins, les hausses de salaires restent suffisamment élevées pour fournir des arguments solides en faveur d'un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire, qui ne va pas de soi. La discussion sur le moment d'une éventuelle pause des taux d'intérêt est donc de plus en plus au centre de l'attention. Actuellement, des baisses de taux directs d'environ 80 pb sont intégrées dans les prix jusqu'à la fin de l'année.

Notre anticipation

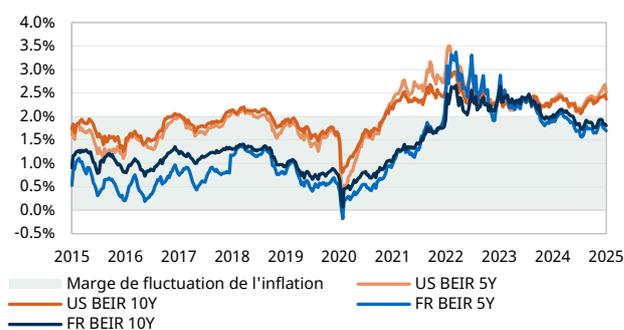
Nous nous attendons à ce que la BCE abaisse son taux directeur de 25 pb lors de sa réunion de la semaine prochaine, puis à ce qu'elle procède à une nouvelle baisse des taux avant de marquer une pause face aux risques inflationnistes accrus. Si les indicateurs de croissance des salaires n'entravent pas le processus de désinflation dans les mois à venir, nous pensons qu'une nouvelle hausse des taux est possible. Pour la Fed, nous continuons de tabler sur une pause dans la hausse des taux jusqu'à l'été.

Figure 5 : Anticipations d'inflation basées sur des valeurs d'enquête



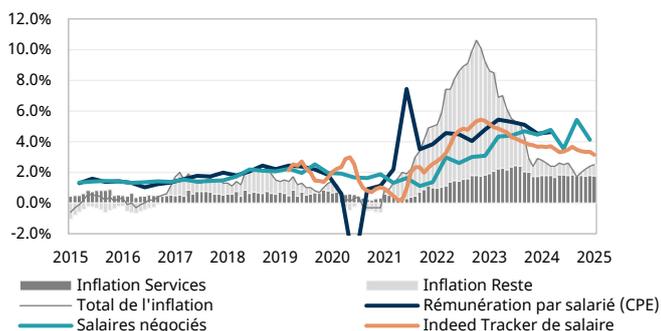
Remarque : le graphique présente les résultats des enquêtes mensuelles de l'Université du Michigan sur les anticipations d'inflation et le moral des consommateurs.
Source : données de l'Université du Michigan, Refinitiv Eikon

Figure 6 : Anticipations d'inflation implémentées sur le marché



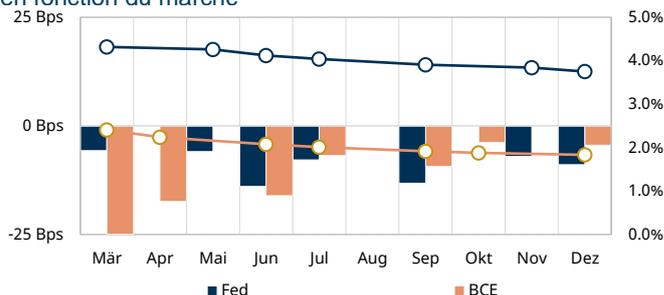
Remarque : le graphique présente l'évolution historique du point mort d'inflation (BEIR) pour les États-Unis et l'Allemagne. Le BEIR est défini comme l'écart de rendement entre les obligations d'État et les obligations indexées sur l'inflation (ILB) de même échéance. Le BEIR peut être interprété comme une anticipation d'inflation implicite au marché.

Figure 7 : Taux de croissance des salaires vs. inflation



Remarque : le graphique montre le taux d'inflation, ventilé entre les services et le reste, et l'évolution de différents indicateurs de suivi de l'évolution des salaires dans la zone euro.
Source : Portail de données ECB, GitHub

Figure 8 : Évolution des taux directeurs de la Fed et de la BCE en fonction du 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 : Refinitiv Eikon

CONTACT



Burak Er, CFA
Head Research

Avobis Advisory SA
Brandschenkestrasse 38
8001 Zurich

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

Mise à jour : 27 février 2025

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 Advisory 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.