

Suisse

L'attente d'une baisse du taux directeur de la BNS à 0,50% d'ici le milieu de l'année prochaine gagne du terrain parmi les économistes et sur le marché des taux. Ce sont surtout la désinflation et la faiblesse de la conjoncture mondiale qui soutiennent cette hypothèse.

Malgré trois baisses de taux cette année, la BNS est à la traîne du marché des taux (figure 1). Actuellement, trois nouvelles baisses de taux (75 pb) sont prévues pour les quatre prochaines séances, ce qui pourrait faire baisser le taux directeur à 0,25% dès la séance de juin. Nous serions alors à nouveau dans un environnement de taux bas et à deux pas de taux négatifs. Actuellement, le segment à moyen terme de la courbe des taux reflète en particulier un scénario de baisse des taux, tandis que l'extrémité à long terme reste plutôt inchangée par rapport au mois précédent (figure 2).

L'évolution actuelle de la courbe des taux montre une convexité de plus en plus marquée dans le segment moyen. Ainsi, le taux swap à deux ans annonce déjà un taux directeur inférieur à 0,25%, tandis que les taux à long terme et les taux journaliers restent élevés. Les causes de cette structure restent sujettes à interprétation, mais ouvrent des options d'action intéressantes : Que ce soit pour les traders expérimentés qui misent sur un éventuel "butterfly négatif" - c'est-à-dire un scénario dans lequel les taux d'intérêt baissent plus fortement ou augmentent moins fortement aux extrémités courte et longue que dans le segment moyen - ou pour les financements externes qui souhaitent organiser leur durée cible à moindre coût en se positionnant davantage dans la partie centrale de la courbe.

La question de savoir si le taux directeur sera effectivement abaissé à 0,50%, puis à 0,25%, reste ouverte et dépend de manière décisive de la

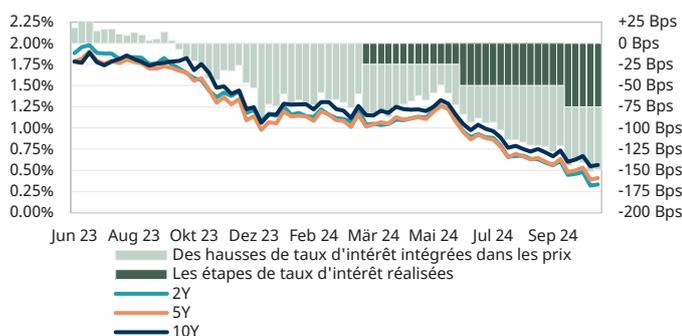
stabilité des prix, de la force du franc et de la situation économique globale. Le processus de désinflation se poursuit et des segments de prix centraux ont reculé par rapport à leurs sommets (figure 3). Les prix à l'importation, en particulier, baissent nettement - une évolution en grande partie due à la force du franc, qui continue de jouer le rôle de valeur refuge dans le contexte actuel. Si l'affaiblissement des prix se poursuit, des taux d'inflation négatifs sont même possibles l'année prochaine, ce qui inciterait la BNS à baisser encore les taux d'intérêt.

En tant qu'économie ouverte, la Suisse est fortement dépendante de la conjoncture mondiale et en particulier de l'évolution de ses voisins. L'Europe est confrontée à des défis structurels qui, s'ils ne sont pas résolus, pourraient affaiblir sa compétitivité à long terme. L'économie allemande, en particulier, montre des signes de stagnation, voire de recul, en 2024. Les responsables de la politique économique suisse travaillent donc depuis longtemps, et plus encore depuis la pandémie, à réduire la dépendance à l'égard de certains marchés et à diversifier le portefeuille commercial en ouvrant de nouveaux marchés (figure 4). La Suisse ne devrait certes pas être totalement épargnée par la faiblesse européenne, mais les effets pourraient être atténués grâce à une dépendance réduite ainsi qu'à une économie intérieure robuste et à des conditions domestiques stables. Un assouplissement de la politique monétaire découlant de ce raisonnement serait économiquement avantageux, mais pas nécessairement indispensable.

Notre anticipation

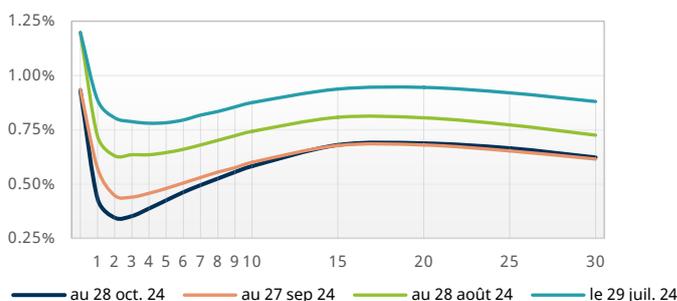
Nous considérons que deux nouvelles baisses de taux de 25 pb en décembre et en mars constituent notre scénario de base et n'excluons pas de nouvelles baisses de taux par la suite.

Figure 1 : Taux d'intérêt du marché à long terme et progression des taux d'intérêt intégrée dans les prix pour les 4 prochaines séances



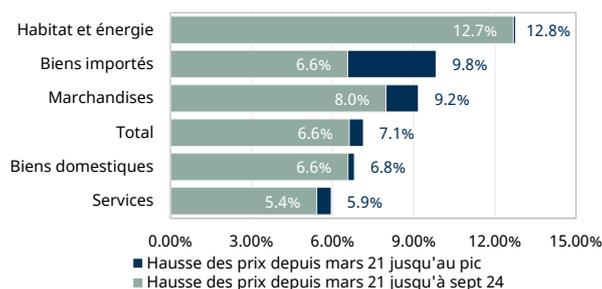
Remarque : le graphique montre l'évolution historique des taux d'intérêt des swaps pour des durées de 2, 5 et 10 ans ainsi que les hausses de taux d'intérêt déjà effectuées et celles intégrées dans les prix pour les quatre prochaines séances à partir de l'examen de la situation économique et monétaire 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, 30.10.2024

Figure 2 : Courbes de swap vs. SARON



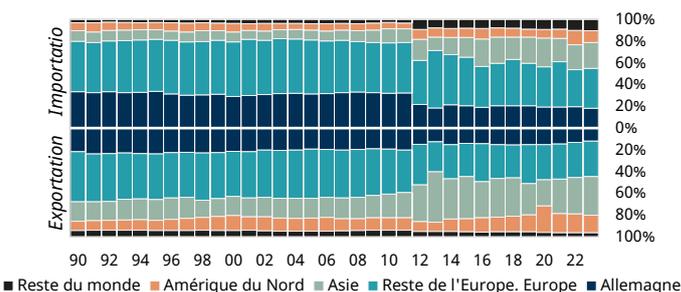
Remarque : les courbes de swap servent de représentation graphique de la structure sous-jacente des taux d'intérêt sur le marché suisse des swaps. Les taux de swap respectifs à la date de référence pour les différentes durées (en années) forment ensemble la courbe de swap.
Source : données de Refinitiv Eikon, 30.10.2024

Figure 3 : Evolution des prix à la consommation



Remarque : la figure montre l'évolution des prix des différents segments de l'indice des prix à la consommation depuis leur sommet respectif pendant la hausse de l'inflation, ainsi que les niveaux de prix actuels par rapport à mars 2021.
Source : données de l'OFS, au 30.10.2024

Figure 4 : Commerce extérieur suisse



Remarque : le graphique montre les exportations et les importations du commerce extérieur par ventilation géographique.
Source : données de l'OFS, au 30.10.2024

International

Le sprint de fin d'année en matière de politique monétaire approche et la Fed se réunira la semaine prochaine pour son avant-dernière réunion de l'année. Le marché s'attend à une poursuite de la trajectoire de baisse des taux avec une nouvelle réduction de 25 pb. Pour la BCE, une baisse plus importante de 50 pb est à l'ordre du jour en décembre.

Depuis la réunion de la Fed en septembre, au cours de laquelle le taux directeur a été abaissé de 50 pb, les taux d'intérêt du marché ont augmenté de manière surprenante le long de la courbe des taux. La hausse de plus de 50 pb du rendement de l'obligation d'État américaine à 10 ans est particulièrement frappante (figure 5). Une analyse montre que tant le rendement réel que les anticipations d'inflation ont contribué à cette hausse.

Les données du marché du travail américain, qui signalaient auparavant un ralentissement, font actuellement preuve d'une robustesse inattendue (figure 6). La hausse rapide du taux de chômage attendue n'a pas encore eu lieu et le nombre de postes vacants par demandeur d'emploi, un indicateur étroitement surveillé par la Fed, stagne. Depuis la pandémie, l'économie américaine s'est fortement redressée (figure 8), soutenue par une solide croissance de l'emploi qui, bien que ralentissant légèrement, reste proche de la moyenne (figure 7). Une croissance économique de 3% en rythme annualisé est attendue pour le troisième trimestre. Si le marché du travail reste stable, voire progresse, cela pourrait soutenir la croissance et éventuellement faire repartir l'inflation à la hausse, un scénario qui plaide contre de nouvelles baisses de taux.

En revanche, l'économie européenne est confrontée à des problèmes structurels, notamment la diminution de la population active, la stagnation

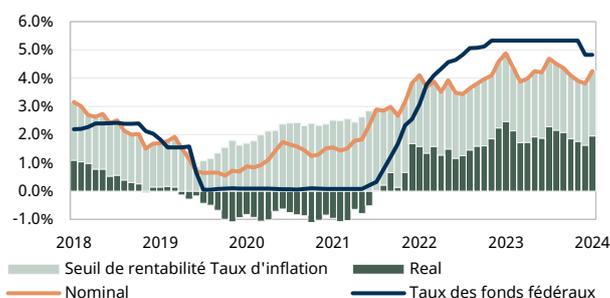
de la productivité, la commercialisation insuffisante des innovations et l'inefficacité de la réglementation. Cela se reflète dans les performances économiques des plus grands États membres, qui, depuis la pandémie, sont à la traîne par rapport à des pays comme la Suisse et les États-Unis (figure 8). L'économie allemande stagne même au niveau d'avant la crise. Parallèlement à l'affaiblissement de la conjoncture, l'inflation a nettement baissé - de 2,2% en août à 1,7% en septembre - ce qui renforce les spéculations sur une baisse de 50 pb de la BCE en décembre.

Un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire pourrait certes donner une impulsion positive à court terme, mais ne résoudra pas les problèmes structurels. Une approche plus agressive comporte en outre le risque d'envoyer des signaux indésirables, qui pourraient indiquer une éventuelle panique de la BCE et entraîner une volatilité indésirable sur les marchés. Il est donc probable que la BCE maintienne son rythme actuel et réduise ses taux de 25 pb à chaque réunion jusqu'à ce que les conditions monétaires souhaitées soient atteintes. Un glissement sous la zone de taux neutre (estimée entre 2,0% et 2,5%) vers une politique monétaire expansive semble économiquement réaliste et pourrait faire l'objet d'une attention accrue au cours de l'année 2025.

Notre anticipation

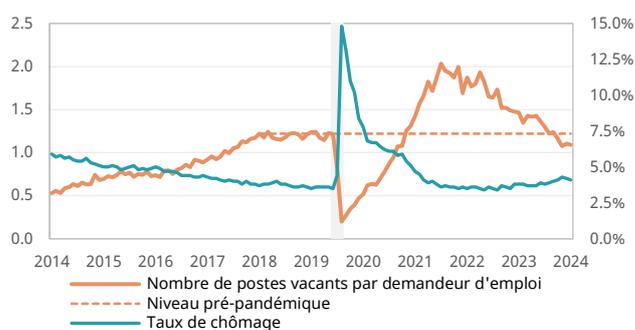
Nous nous attendons à ce que la Fed abaisse son taux directeur de 25 pb lors de sa réunion de novembre et pensons qu'une nouvelle baisse est possible en décembre, mais nous n'excluons pas une pause dans les taux. En ce qui concerne la BCE, nous prévoyons une baisse de 25 pb lors de la réunion de décembre, suivie d'au moins trois autres baisses de même ampleur lors des réunions suivantes.

Figure 5 : Rendement des emprunts d'Etat américains à 10 ans



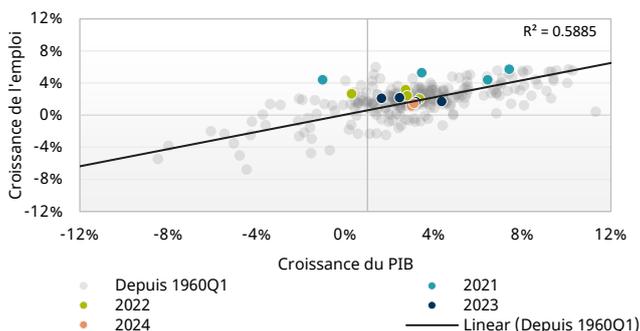
Remarque : le graphique montre le taux d'intérêt effectif des fonds fédéraux ainsi que le rendement nominal des obligations d'État américaines à 10 ans, subdivisé en taux d'intérêt réel et en taux d'inflation au seuil de rentabilité, qui peut être interprété comme l'anticipation de l'inflation à long terme implémentée par le marché.
Source : données de Fred, au 30.10.2024

Figure 6 : Marché de l'emploi américain (1/2)



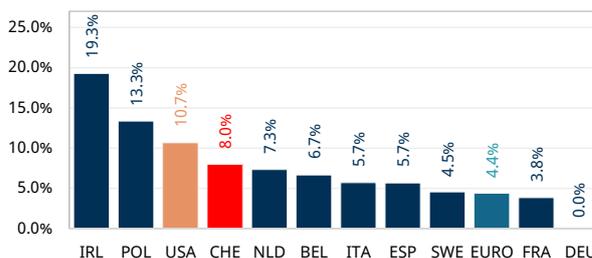
Remarque : le graphique illustre l'évolution du marché du travail américain. La zone ombrée marque la phase de récession pendant la pandémie.
Source : données de Fred, au 30.10.2024

Figure 7 : Marché de l'emploi américain (2/2)



Remarque : le graphique montre chaque trimestre les taux de croissance annualisés de l'emploi par rapport à la croissance annualisée du PIB réel.
Source : données de Fred, au 30.10.2024

Figure 8 : Croissance du PIB en 2024T2 vs. 2019T4



Remarque : le graphique montre la croissance du PIB réel des dix plus grands États membres européens, de la Suisse et des États-Unis depuis le quatrième trimestre 2019.
Source : données d'Eurostat, Fred, au 30.10.2024

CONTACT



Burak Er, CFA
Head Research

Avobis Advisory SA
Brandschenkestrasse 38
8001 Zurich

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

Situation au 30 octobre 2024

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.