

Suisse

Lors de sa dernière réunion, Thomas Jordan a décidé de ne baisser les taux que de 25 pb avant de passer le relais à son successeur. De notre point de vue, une mesure de 50 pb aurait été préférable. Nous expliquons ci-dessous nos arguments en faveur de cette décision.

Le taux directeur influence en premier lieu l'extrémité courte de la courbe des taux, tandis que son influence sur les échéances moyennes et longues est nettement plus faible. Dans ces domaines, ce sont les attentes en matière de politique monétaire, les anticipations d'inflation et les perspectives conjoncturelles qui dominent. Comme le marché doute que la BNS maintienne un taux directeur restrictif à long terme, les futures baisses de taux après la pause de septembre 2023 sont déjà fortement intégrées dans les prix. Cela se traduit par la baisse des spreads à terme, qui ont atteint près de -70 pb jusqu'à la décision d'aujourd'hui, même pour les échéances plus longues (figure 1). En conséquence, les taux d'intérêt à moyen et long terme ont déjà fortement baissé et ne sont plus considérés comme restrictifs depuis un certain temps, alors que le taux directeur a maintenu les taux d'intérêt à court terme artificiellement élevés (figure 2). Une baisse des taux de 50 pb aurait aligné le SARON sur les taux d'intérêt à long terme.

Malgré les mesures précoces de politique monétaire de la BNS, le franc suisse s'est nettement apprécié en termes nominaux par rapport aux principales monnaies depuis le premier trimestre de cette année (figure 3). Outre les fondamentaux solides de l'économie suisse, le franc fait davantage office de valeur refuge dans la situation macroéconomique actuelle. Cela se traduit par la corrélation positive entre le franc et l'or. Les investisseurs qui misent sur le franc en période de volatilité accrue des marchés profitent en outre des taux du marché monétaire maintenus à un niveau

élevé par le taux directeur. La baisse des taux d'intérêt d'aujourd'hui ne devrait toutefois guère réduire l'attrait du franc en tant que valeur refuge, et une nouvelle appréciation d'ici la prochaine séance n'est pas à exclure.

Le risque d'une désinflation accrue en Suisse augmente, comme le montre la nouvelle prévision d'inflation de la BNS (figure 4). Les prix à l'importation enregistrent un recul de 1,9% presque chaque année, en raison de la baisse des prix des matières premières et du renforcement du franc. Le taux d'inflation actuel de 1,06% est en grande partie influencé par l'indice des loyers. Avec la baisse attendue du taux d'intérêt de référence hypothécaire d'ici mars 2025 au plus tard, de nouveaux effets désinflationnistes devraient se produire dans ce domaine. Un retour à une inflation faible et à un franc fort, comme avant la pandémie, devient donc de plus en plus probable. Etant donné qu'aucun signe d'intervention de grande envergure sur le marché des changes contre un franc fort n'est actuellement perceptible et que de telles mesures n'ont généralement le plus grand effet que lorsque les taux d'intérêt sont proches de la limite inférieure, nous estimons qu'il aurait été optimal d'exploiter la marge de manœuvre disponible pour une baisse des taux de 50 pb lors de cette décision.

Néanmoins, nous jugeons l'évaluation de la situation globalement positive, car la BNS semble adopter une approche prudente et ne souhaite pas prendre de décisions hâtives, notamment au vu des incertitudes économiques et géopolitiques actuelles.

Notre anticipation

Nous considérons que deux nouvelles baisses de taux de 25 pb en décembre et en mars constituent notre scénario de base.

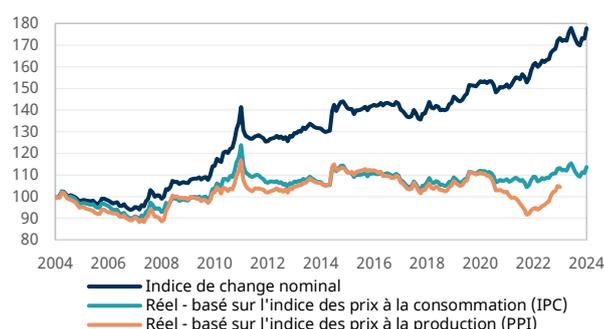
Figure 1 : Term spread (taux swap vs. SARON)



Remarque : les spreads à terme des taux de swap sont calculés comme la différence entre le taux de swap pour l'échéance concernée et le SARON.

Source : données de Refinitiv Eikon, 26.09.2024

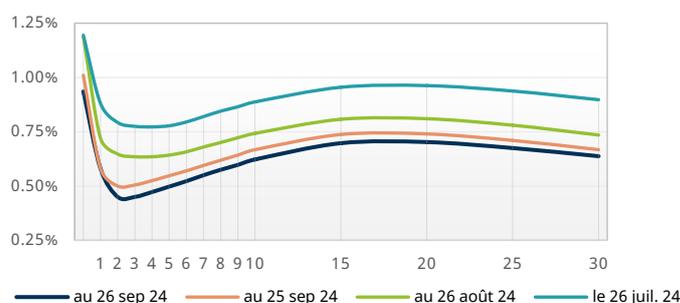
Figure 3 : Indices de change effectifs



Remarque : le graphique montre l'indice nominal et l'indice réel du taux de change effectif du franc suisse. Alors que l'indice nominal mesure l'évolution du taux de change par rapport aux principaux partenaires commerciaux, l'indice réel tient en outre compte de l'évolution des prix en Suisse et à l'étranger.

Source : données de la BNS, au 26.09.2024

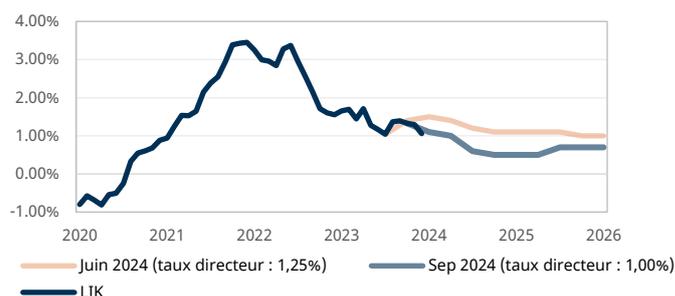
Figure 2 : Courbes de swap vs. SARON



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, 26.09.2024

Figure 4 : nouvelle prévision d'inflation de la BNS



Remarque : le graphique montre l'évolution actuelle de l'inflation et présente en même temps les prévisions de la BNS en matière d'inflation, telles qu'elles ont été établies au moment de chaque dernière appréciation de la politique monétaire. Ces prévisions reposent notamment sur l'hypothèse que le taux directeur reste inchangé pendant toute la période de prévision de trois ans.

Source : données de la BNS, OFS, au 26.09.2024

International

Mercredi dernier, Jerome Powell a créé la surprise en annonçant une baisse significative des taux d'intérêt de 50 pb, la première depuis le début de la pandémie. La déclaration de la Fed était inattendue, car jusqu'à la veille de la décision, les marchés étaient divisés : La probabilité d'une réduction de 50 pb n'était que de 55%, tandis qu'une baisse de 25 pb se négociait encore à 45%. Cette incertitude a maintenu le suspense jusqu'à l'annonce finale.

Avec cette décision, la Fed joint le geste à la parole et montre clairement qu'elle n'acceptera pas un ralentissement du marché du travail. Le ralentissement se poursuit, mais il est moins prononcé que ce que l'on craignait : Le nombre de postes vacants diminue, ce qui entraîne une baisse du nombre de postes vacants par demandeur d'emploi. En revanche, le taux de chômage reste inchangé en août (figure 5). La combinaison d'un marché de l'emploi toujours robuste, d'une inflation en baisse et du début de la baisse des taux d'intérêt permet à de nombreux acteurs du marché de respirer et d'augmenter les chances d'un soft landing. En conséquence, les marchés des actions ont atteint de nouveaux sommets historiques après la décision sur les taux d'intérêt.

La dynamique de l'inflation aux États-Unis s'est certes sensiblement affaiblie et plusieurs indices évoluent lentement dans la direction souhaitée. Néanmoins, les attentes du marché pour l'inflation à moyen et long terme restent en dehors de la bande cible visée par la Fed (figure 6). En comparaison avec les taux d'inflation allemands à seuil de rentabilité à la même échéance, une divergence apparaît clairement. Celle-ci s'explique par le fait que l'économie américaine, contrairement à l'économie européenne, continue de croître fortement, ce qui fait courir le risque qu'un assouplissement de la politique monétaire puisse à nouveau alimenter l'inflation.

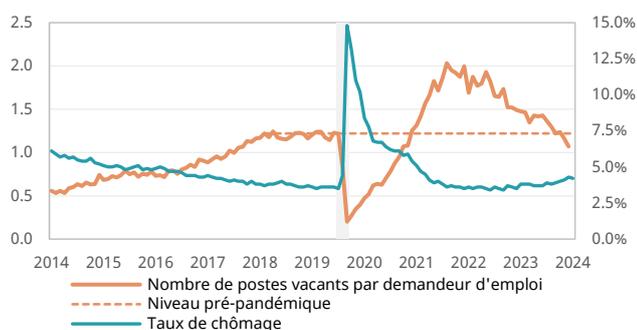
L'économie européenne est confrontée à une série de défis : Outre la baisse de la compétitivité, la pénurie de main-d'œuvre et la stagnation de la productivité, il manque également des investissements suffisants dans les technologies d'avenir. Les signes de ralentissement se multiplient, notamment dans l'industrie manufacturière (figure 7). Si un nouvel assouplissement de la politique monétaire peut être bienvenu et, dans une certaine mesure, nécessaire, il ne résoudra pas les problèmes structurels fondamentaux.

Deux réunions sont encore prévues d'ici la fin de l'année pour les deux banques centrales. La Fed devrait baisser ses taux d'intérêt de 75 pb au total, tandis que la BCE devrait les baisser d'environ 50 pb (graphique 8). Le rythme des baisses de taux de la Fed dépendra de manière décisive des nouvelles données du marché de l'emploi. Si le marché de l'emploi se révèle plus robuste que prévu, la Fed n'aura guère de raisons de poursuivre au même rythme, d'autant plus que les risques inflationnistes demeurent. En revanche, si les données indiquent un ralentissement plus marqué, la Fed pourrait réagir par une nouvelle réduction de 50 pb. Le rythme de la BCE devrait être influencé par les décisions de la Fed, de sorte qu'une réduction de 25 pb en octobre et de 50 pb en décembre est envisageable si la Fed se montre plus agressive.

Notre anticipation

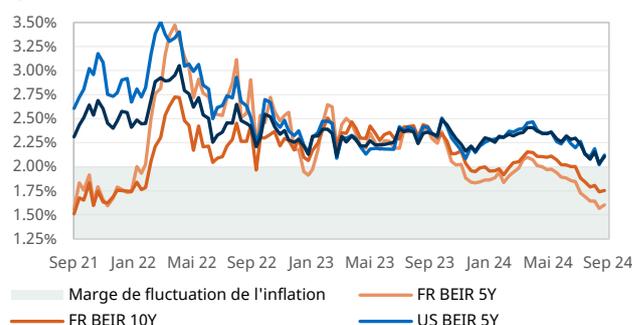
Pour la BCE, nous prévoyons une nouvelle baisse des taux de 25 pb lors de la réunion d'octobre. Pour la Fed, nous prévoyons une baisse de 50 pb lors de la réunion de novembre dans le scénario de base. Si les données du marché du travail sont positives, nous prévoyons une réduction modérée de 25 pb.

Figure 5 : Marché de l'emploi américain



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 26.09.2024

Figure 6 : Anticipations d'inflation implémentées par le marché



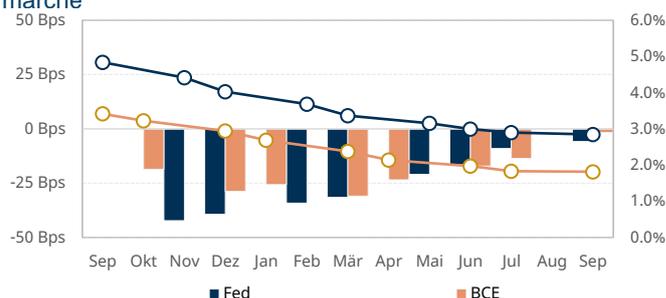
Remarque : le graphique présente l'évolution historique du point mort d'inflation (BEIR) pour les États-Unis et l'Allemagne. Le BEIR est défini comme la différence de rendement entre les obligations d'État et les obligations indexées sur l'inflation (ILB) de même échéance. Le BEIR peut être interprété comme une anticipation d'inflation implicite au marché.
Source : données de Refinitiv Eikon, au 26.09.2024

Figure 7 : Indice de la production industrielle



Remarque : le graphique montre les indices de production industrielle pour différents pays / zones économiques.
Source : données de Refinitiv Eikon, au 26.09.2024

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 26.09.2024

CONTACT



Burak Er, CFA
Responsable de la recherche

Avobis Advisory SA
Brandschenkestrasse 38
8001 Zurich

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

Situation au 26 septembre 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 se fondent pas d'une autre manière 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.