

Suisse

Les derniers chiffres de l'inflation de janvier renforcent notre estimation selon laquelle une baisse des taux d'intérêt est imminente lors de la réunion de mars de la BNS. Avec un taux d'inflation de 1,3%, significativement inférieur à l'objectif de 2,0%, on peut considérer que la lutte contre l'inflation a été menée avec succès. Cette situation amène à se demander si la BNS voit suffisamment d'éléments probants pour décider d'une baisse des taux d'intérêt dès le mois de mars et suivre ainsi une ligne de politique monétaire indépendante par rapport à la BCE.

Non seulement le renchérissement du premier mois de l'année est nettement inférieur à l'objectif d'inflation, mais il est également plus faible que les valeurs anticipées par la BNS en décembre (graphique 1). Si cette situation évolue vers une tendance durable, cela pourrait offrir à la BNS une marge de manœuvre suffisante pour abaisser plusieurs fois les taux d'intérêt cette année, à condition que le risque d'une hausse soudaine de l'inflation reste gérable en cas d'assouplissement de la politique monétaire.

Une analyse plus approfondie montre que l'inflation importée a suivi une tendance déflationniste au cours des trois derniers mois (figure 2). Les principales causes de ce phénomène sont le rétablissement des chaînes d'approvisionnement mondiales, la force du franc et le ralentissement de la dynamique de l'économie mondiale. Si l'on ajoute à cela l'évolution déflationniste des prix à la production, il faut s'attendre dans les mois à venir à une tendance persistante à la stagnation, voire à la déflation des prix, tant pour les importations que pour les biens en général, ce qui devrait se traduire par une baisse du renchérissement global.

Les défis de l'inflation se concentrent de plus en plus sur l'inflation intérieure, qui est principalement alimentée par la hausse des prix des services (graphique 3). Les coûts du logement, en particulier, s'avèrent être

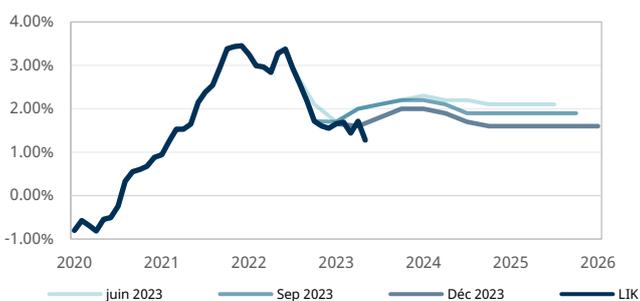
le principal moteur de l'inflation intérieure. La récente augmentation du taux d'intérêt de référence hypothécaire entraîne une nouvelle hausse des loyers existants et donc de l'inflation. Toutefois, la situation actuelle, avec des taux d'intérêt hypothécaires plus bas, laisse présager que le taux de référence restera stable dans un avenir proche. Cela atténue la pression que la hausse des loyers exerce sur l'évolution de l'inflation. Les baisses des taux directeurs devraient permettre de réduire encore la pression. Dans ce contexte, et compte tenu de la baisse des prix à l'importation, on peut s'attendre à l'absence ou du moins à l'atténuation de nouveaux effets successifs.

Le marché du travail continue d'afficher sa solidité. L'évolution économique modérée mais constamment positive indique que les perspectives d'emploi restent bonnes. Dans un contexte de recul de l'inflation, une hausse des salaires réels est attendue pour 2024. Cette augmentation devrait toutefois être modérée et ne compensera probablement que les pertes de pouvoir d'achat des deux dernières années. Il n'y a donc pas de signe d'une spirale prix-salaires et cette hausse ne devrait pas constituer un risque inflationniste significatif.

Nos anticipations

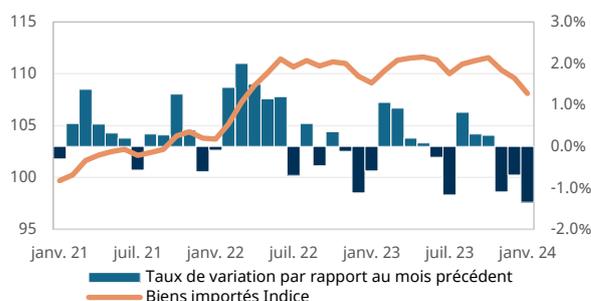
Les indicateurs d'inflation actuels plaident en faveur d'une baisse des taux d'intérêt en mars. Au vu des derniers développements et déclarations de la BCE, qui ont entraîné un déplacement des attentes, la question de la réaction de la BNS se pose. Nous sommes convaincus que la BNS fera à nouveau preuve d'indépendance et anticipons une baisse des taux d'intérêt de 25 pb par la BNS en mars (figure 4).

Figure 1 : Evolution réelle et anticipation de l'inflation



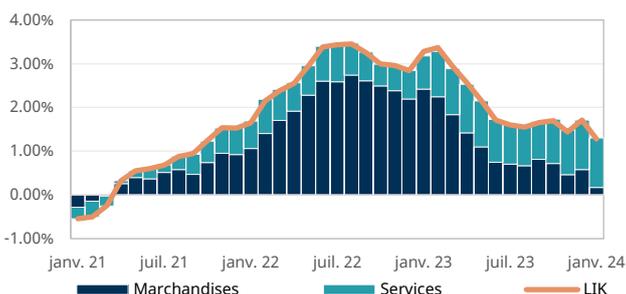
Remarque : le graphique comprend l'évolution actuelle de l'inflation et reproduit la prévision d'inflation de la BNS au moment de l'examen passé de la situation économique et monétaire.
Source : données de la BNS, OFS, au 20.02.2024

Figure 2 : Evolution des prix à l'importation



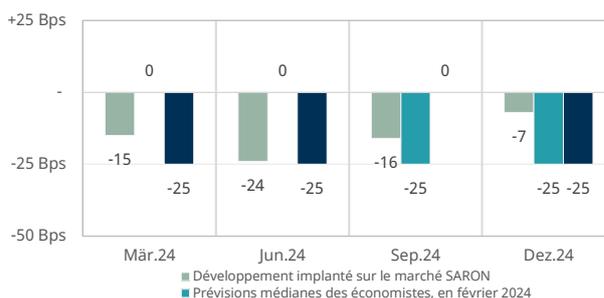
Remarque : le graphique représente l'indice des prix des biens importés et sa variation par rapport au mois précédent.
Source : données de l'OFS, au 20.02.2024

Figure 3 : Prix à la consommation répartis par biens



Remarque : Variation des prix à la consommation en Suisse répartie par type de biens.
Source : données de l'OFS, au 20.02.2024

Figure 4 : Attentes du marché & prévisions concernant le taux directeur de la BNS



Remarque : la prévision du taux SARON, implicite au marché, est dérivée des swaps de taux d'intérêt. Les prévisions des économistes se basent sur des enquêtes régulières de Bloomberg.
Source : données de Bloomberg, Refinitiv Eikon, Avobis, au 20.02.2024

Étranger

Jerome Powell a clairement indiqué qu'une baisse des taux d'intérêt n'était pas attendue en mars, en soulignant que des preuves supplémentaires dans les données de base étaient nécessaires pour un retour durable à des taux d'inflation plus bas - un avis partagé par la BCE. La décision de savoir combien de temps une baisse des taux d'intérêt peut être reportée exige toutefois une analyse différenciée de la situation économique des deux régions.

La réticence des banques centrales à baisser trop tôt les taux d'intérêt - par crainte de déclencher une inflation comme celle des années 1970 aux États-Unis - trouve une nouvelle fois un écho dans les déclarations actuelles de Powell (figure 5). Cette prudence trouve son origine dans l'économie américaine. Celle-ci se montre en effet résistante et le ralentissement espéré ne se produit pas. Une baisse prématurée des taux d'intérêt risquerait de relancer l'inflation, raison pour laquelle les gardiens de la monnaie se montrent hésitants.

Ce positionnement clair a été jugé crédible par le marché et a entraîné un décalage marqué vers l'arrière des anticipations concernant une baisse proche des taux d'intérêt (figure 6). Par conséquent, le principe "Higher for Longer" devrait continuer à trouver un écho sur les marchés américains. La persistance de l'inflation se reflète également dans les anticipations d'inflation à moyen et long terme aux États-Unis, qui enregistrent une légère hausse et restent à un niveau élevé (graphique 7).

Le temps que la Fed peut attendre avant de disposer de données suffisamment significatives est déterminé par l'évolution de l'économie. La confrontation à différents scénarios de risque, tels que les échéances à venir des crédits immobiliers commerciaux qui pourraient ne pas être refinancés

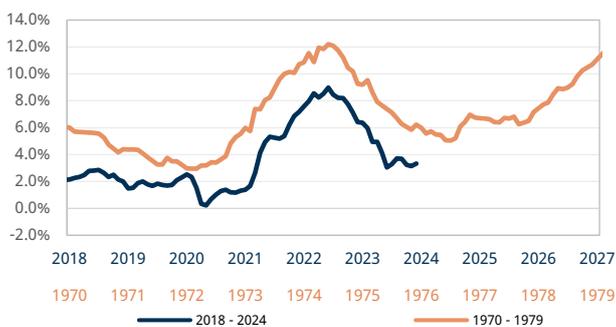
ou remboursés en raison de charges d'intérêts élevées et de pertes de valeur, ou un ralentissement de la demande des consommateurs, qui est un pilier de la croissance économique, pourrait inciter la Fed à intervenir plus tôt. Dans l'intervalle, il reste à voir si la tendance à la baisse de l'inflation se poursuivra.

Alors que la BCE signale une prudence similaire à celle de la Fed, la situation économique dans la zone euro est stagnante et parfois même négative. Au quatrième trimestre, de nombreuses économies se sont approchées d'une récession technique, certains pays, dont l'Allemagne, ayant même enregistré une contraction de leur activité économique. L'affaiblissement de l'économie a également entraîné un recul de l'inflation plus important que prévu. On peut se demander si la BCE a suffisamment de marge de manœuvre pour attendre des données valables pendant plusieurs séances. En outre, compte tenu de la détérioration des perspectives, une relance monétaire de l'économie de la zone euro pourrait s'avérer nécessaire (graphique 8).

Nos anticipations

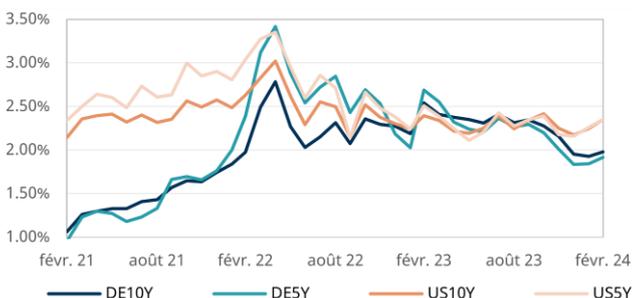
Une première baisse des taux en mars nous semble peu probable. Nous pensons plutôt que le moment le plus précoce pour un éventuel ajustement des taux directeurs sera les réunions d'avril et de mai, et nous continuons à anticiper que la BCE initiera la première baisse avant la Fed.

Figure 5 : Comparaison historique de l'évolution actuelle de l'inflation



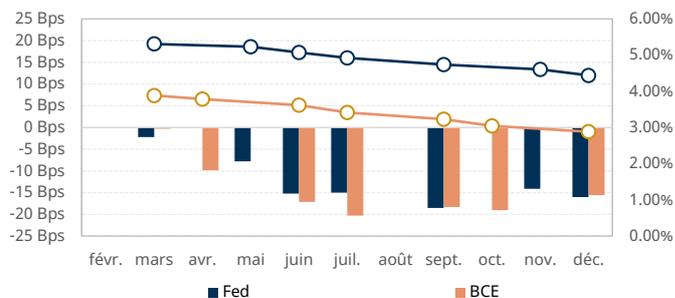
Remarque : le graphique montre l'évolution actuelle de l'inflation par rapport au contexte inflationniste des années 1970 aux États-Unis.
Source : données de FRED, au 20.02.2024

Figure 7 : Anticipations d'inflation



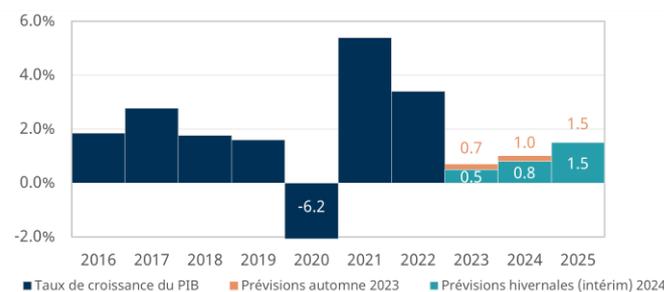
Remarque : le graphique comprend l'évolution historique du point mort d'inflation (BEIR) des pays / régions concernés. Le BEIR est défini comme la différence de rendement entre les obligations d'État et les obligations indexées sur l'inflation (ILB) de même échéance. Le BEIR peut être interprété comme l'anticipation de l'inflation implémentée par le marché.
Source : données de Refinitiv Eikon, au 20.02.2024

Figure 6 : 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 : données de Refinitiv Eikon, au 20.02.2024

Graphique 8 : Perspectives économiques dans la zone euro



Remarque : le graphique présente les taux de croissance réels historiques et anticipés pour la zone euro. Les prévisions sont basées sur les informations de la BCE.
Source : Données de la BCE, au 20.02.2024

CONTACT



Burak Er, CFA
Responsable de la recherche

Avobis Group AG
Brandschenkestrasse 38
8001 Zurich

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

Mise à jour : 20 février 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 Group 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.