

## Suisse

Le mois de mars a été riche en événements et en surprises. Les chiffres de l'inflation pour le mois de février et la brusque perte de confiance qui s'en est suivie dans le secteur bancaire – avec un accent particulier sur le Crédit Suisse – ont engendré un tumulte dans les taux d'intérêt sur le marché suisse. La BNS a toutefois été stoïque dans sa réaction et a séparé les deux sujets à travers une augmentation de 50 pb et le maintien de sa politique monétaire.

Les craintes d'une dynamique inflationniste incontrôlable semblent se confirmer. En février dernier, presque tous les neuf segments de l'IPC ont enregistré des hausses de prix par rapport au mois précédent. Cela s'explique par l'augmentation des prix des services et des biens, quelle que soit leur origine (figure 1). La tendance inflationniste est loin de baisser et, avec la première adaptation du taux d'intérêt de référence hypothécaire attendue en juin, l'inflation devrait continuer à s'éloigner de l'objectif de la BNS. Le marché a alors ajusté ses anticipations de taux d'intérêt et d'inflation nettement à la hausse, comme le montre la forte inversion de la courbe des taux (figure 2: comparaison au 28 février et au 9 mars).

Les problèmes de la Silicon Valley Bank et, plus tard, du Crédit Suisse ont toutefois semé la peur d'une éventuelle crise bancaire, ce qui a fait passer la problématique de l'inflation au second plan. La crainte que de nouvelles hausses des taux d'intérêt des banques centrales ne provoquent un effondrement systémique dans le secteur bancaire a également conduit à un changement d'attitude sur le marché suisse des taux d'intérêt, ce qui a entraîné une forte correction à la baisse des taux d'intérêt du marché (figure 2: comparaison au 9 mars et au 13 mars). Le rachat de Crédit Suisse par UBS et l'injection globale de liquidités dans le système bancaire ont ensuite partiellement atténué les craintes. Finalement, la décision de politique monétaire de la BNS du 23 mars et son signal ont provoqué une

certaine désillusion sur les marchés, qui se sont à nouveau focalisés sur la problématique de l'inflation, ce qui a entraîné une nouvelle hausse des taux d'intérêt (figure 2: comparaison au 13 mars et au 29 mars).

Bien que la courbe des swaps en fin de mois soit à peu près la même qu'en début de mois, la situation de départ a sensiblement changé, comme en témoigne notamment l'augmentation de la volatilité des taux d'intérêt attendue en fin de mois par rapport au début (figure 3).

L'impact de la turbulence bancaire sur la croissance économique est incertain. Une baisse de la demande pourrait atténuer la pression inflationniste. L'impact sur les conditions de financement est tout aussi incertain, car les banques pourraient se montrer plus prudentes et plus réticentes à accorder des crédits. Cela s'apparenterait à une hausse des taux d'intérêt dans le cadre de la lutte contre l'inflation. Ces effets doivent désormais être observés et évalués en conséquence, raison pour laquelle la courbe des swaps n'implique plus que des hausses modérées des taux d'intérêt pour les deux prochaines séances, malgré une inflation découplée (figure 4).

## Nos anticipations

L'inflation en Suisse est découplée des conditions habituelles. Le franc suisse comme instrument de politique monétaire pour lutter contre l'inflation importée n'a qu'une efficacité limitée dans la lutte contre l'inflation intérieure croissante. Des mesures restrictives supplémentaires sont donc nécessaires. Si le système financier mondial continue à faire preuve de robustesse, une nouvelle hausse de 50 pb pourrait intervenir lors de la prochaine réunion. Toutefois, si d'autres risques systémiques devaient apparaître, une baisse moins importante des taux d'intérêt, voire une pause, pourraient être envisagées. Il est crucial de surveiller attentivement la situation et d'évaluer différents scénarios de manière exhaustive.

Figure 1: Indices des prix à la consommation

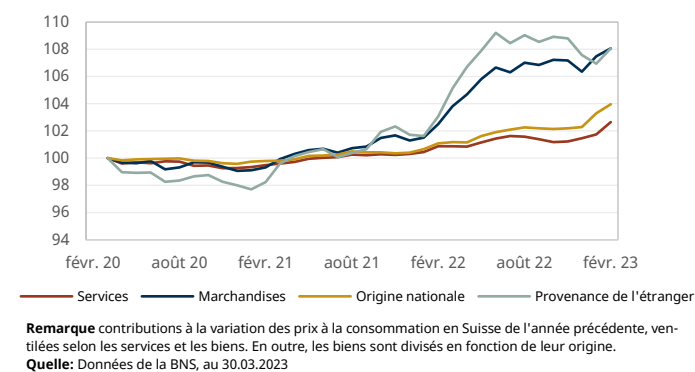


Figure 3: courbe de volatilité des swaps de taux d'intérêt

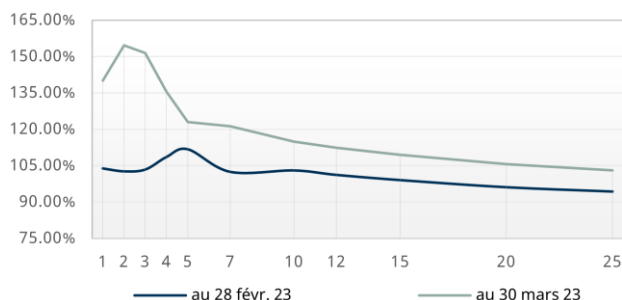


Figure 2: Courbe des taux – taux de swap

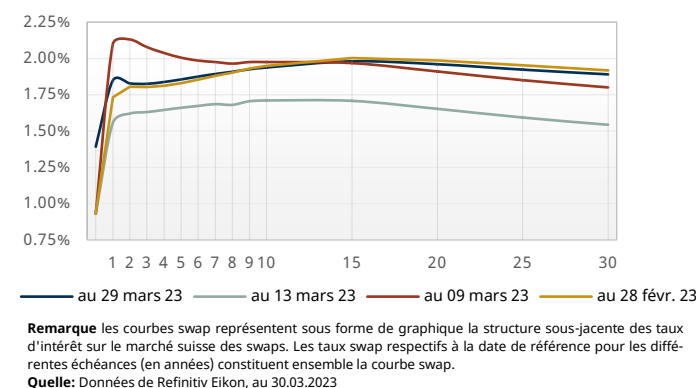
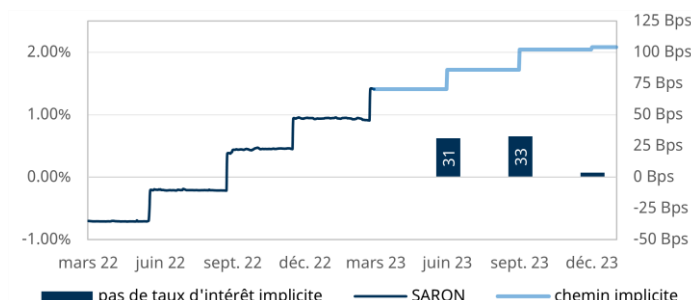


Figure 4: SARON et attente implicite du marché



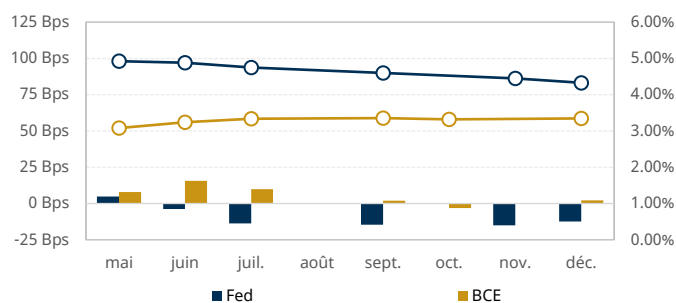
## Étranger

Les inquiétudes croissantes concernant une éventuelle crise bancaire suite à l'effondrement de trois banques régionales aux Etats-Unis ont incité les banques centrales à réagir en injectant des liquidités. Néanmoins, une étude récente suggère que le système bancaire américain enregistre des pertes non réalisées de deux billions de dollars, ce qui remet fortement en question la possibilité de nouvelles hausses des taux d'intérêt. Alors que le niveau d'inflation reste insensible à la hausse rapide et inattendue des taux d'intérêt, le système bancaire présente ses premières fissures.

La hausse des taux d'intérêt depuis l'année dernière a entraîné des pertes de valeur considérables pour les obligations adossées à des créances hypothécaires et autres obligations quasiment sans risque, qui constituent une grande partie de l'actif des banques. Une étude montre que la valeur de marché des actifs du système bancaire américain est inférieure de deux billions de dollars à leur valeur bilancielle. Si l'on ajoute à cela la forte proportion de dépôts non assurés dans certaines banques américaines, les pertes réalisées pourraient menacer leur stabilité. Si la moitié des déposants non assurés retirait des fonds, près de 190 banques seraient potentiellement exposées à un risque. Cela affecterait également les déposants assurés, mettant potentiellement en péril 300 milliards de dollars de dépôts assurés.

Malgré la solidité dont fait montre le système bancaire actuellement, ce dernier pourrait manquer de liquidités en cas de ruée bancaire, ce qui entraînerait un effet de cascade dans la réalisation des pertes et menacerait en fin de compte la solvabilité. Cela pourrait exposer les banques américaines et d'autres banques à une crise de liquidité imminente. C'est pourquoi la Fed, la BCE et d'autres banques centrales prennent des mesures coordonnées pour renforcer les liquidités.

Figure 5: Evolution des taux directeurs implicite au marché – Fed et BCE



**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.  
**Quelle :** Données de Refinitiv Eikon, au 30.03.2023

Figure 7: National Financial Conditions Index (NFCI)



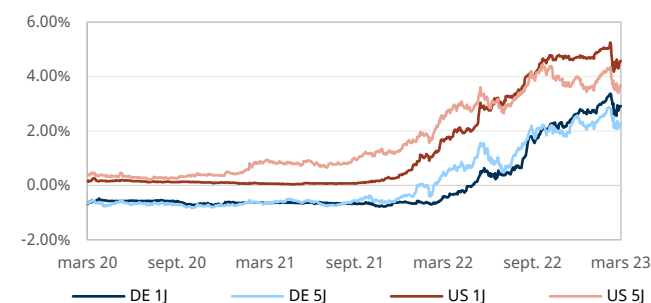
**Remarque :** L'indice National Financial Conditions Index (NFCI) de la Fed de Chicago fournit une mise à jour hebdomadaire complète de la situation financière américaine. Les valeurs positives de cet indice traduisent des conditions financières plus strictes que la moyenne, tandis que les valeurs négatives indiquent des conditions financières plus souples que la moyenne. Les zones ombrées indiquent les récessions aux Etats-Unis.  
**Quelle :** Daten von FRED, per 30.03.2023

En raison des craintes d'un éventuel risque systémique, le marché anticipe déjà des baisses de taux pour la Fed et seulement de faibles hausses pour la BCE (figures 5 et 6). Cela s'explique d'une part par l'effet restrictif de la problématique des liquidités sur l'octroi de crédits (figure 7) et, d'autre part, par l'aggravation de la problématique des liquidités, voire l'apparition de risques systémiques dans d'autres domaines, en raison d'une politique monétaire restrictive persistante. Ces deux éléments entraîneraient une baisse de la croissance économique et auraient donc un effet modérateur sur l'inflation. Ainsi, malgré des chiffres d'inflation toujours élevés et des anticipations de taux d'intérêt en baisse, les anticipations d'inflation implicites au marché n'ont pas augmenté (figure 8).

## Nos anticipations

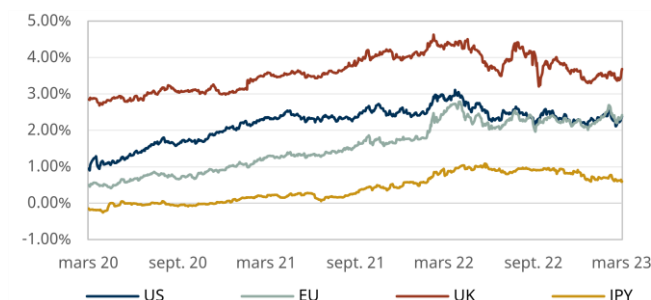
La situation actuelle dans le secteur bancaire semble s'être apaisée dans un premier temps, mais le risque subsiste que la hausse rapide des taux d'intérêt depuis l'année dernière pèse non seulement sur le secteur bancaire, mais aussi sur d'autres domaines du système financier. C'est pourquoi nous excluons pour l'instant toute nouvelle hausse des taux d'intérêt. Dans le même temps, nous estimons toutefois que des réductions des taux d'intérêt sont peu probables. L'inflation reste trop élevée et doit être combattue par une politique monétaire restrictive. Par ailleurs, outre le taux directeur, les banques centrales disposent d'un large éventail d'instruments pour faire face à des problèmes tels que les difficultés de liquidités. Pour ces raisons, nous pensons que la Fed fera une pause en matière de taux d'intérêt lors de sa prochaine réunion et qu'elle surveillera de près la situation autour des banques et l'évolution de l'inflation au cours des prochains mois. Pour la BCE, en revanche, nous nous attendons à une hausse des taux d'au moins 25 pb en raison de l'évolution désastreuse de l'inflation.

Figure 6: Rendements des obligations d'Etat aux USA et en Allemagne



**Remarque :** La figure représente les rendements obligataires des obligations d'Etat américaines et allemandes sur 2 et 5 ans.  
**Quelle :** Données de Refinitiv Eikon, au 30.03.2023

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.  
**Quelle :** Données de Refinitiv Eikon, au 30.03.2023

## CONTACT

Burak Er, CFA  
Head Research

Avobis Group AG  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zürich

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



Situation: 30 Mars 2023

### Avobis 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.