

## Suisse

Conformément à nos attentes, la BNS a maintenu son taux directeur inchangé à 1,75%, allant ainsi à l'encontre des prévisions de nombreux économistes. La BNS a ainsi non seulement souligné son indépendance par rapport aux autres autorités monétaires, telle que la BCE, qui a annoncé une hausse des taux de 25 pb, mais elle a aussi transmis un message fort suggérant que nous pourrions avoir atteint le pic des taux d'intérêt. Actuellement, le marché des taux reflète cette hypothèse avec un calme dominant, bien que le risque d'une volatilité à venir demeure.

Si nous revenons sur l'évolution des taux d'intérêt de l'année dernière, nous constatons une hausse rapide en cinq étapes consécutives, de -0,75% à 1,75%, ce qui peut être interprété rétrospectivement comme une politique monétaire plutôt restrictive. Toutefois, si l'on replace cette évolution dans un contexte historique et en se focalisant uniquement sur le niveau des taux d'intérêt, il devient clair que l'environnement actuel des taux d'intérêt reste inférieur à la moyenne à long terme (figure 1). Néanmoins, la hausse a été très significative, raison pour laquelle il convient à présent d'observer attentivement les répercussions macroéconomiques et de les évaluer en conséquence.

Le taux d'inflation de septembre a atteint 1,70% et reste dans la fourchette cible malgré une légère augmentation. Les effets de second tour persistent et devraient permettre à l'inflation de se rapprocher de la barre des 2,00% d'ici la fin de l'année. Dans sa dernière évaluation de septembre, le SECO prévoit que l'inflation devrait avoisiner les 2,00% sur l'ensemble de l'année 2024 et continue de tabler sur des taux de croissance réels modérés mais positifs pour le PIB (figure 2). Le marché du travail montre des signes de léger ralentissement en raison d'une baisse du nombre de postes vacants

déclarés. Cependant, les perspectives d'emploi demeurent élevées et le taux de chômage actuellement bas devrait se maintenir à ce niveau.

Ces évolutions témoignent de la solidité de l'économie suisse et d'une dynamique inflationniste persistante, qui devrait être proche de l'objectif d'inflation de la BNS. Dans le contexte actuel, des hausses supplémentaires des taux d'intérêt pourraient se révéler préjudiciables pour l'économie que bénéfiques pour contenir l'inflation. En effet il faut tolérer, du point de vue de la politique monétaire, les effets successifs (graphique 3) qui alimentent désormais la hausse des prix en raison des hausses des taux d'intérêt.

La courbe des swaps de taux d'intérêt n'indique pour l'instant aucune nouvelle hausse des taux d'intérêt pour cette année et son tracé est devenu plus net (figure 4).

## Notre anticipation

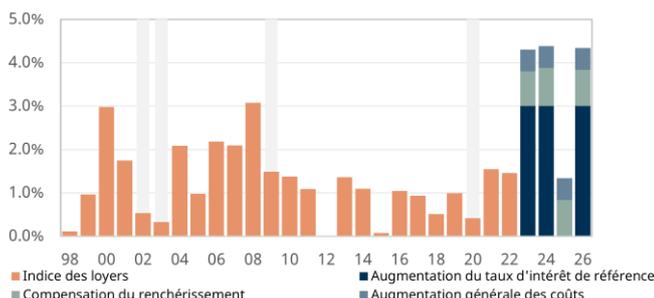
Nous anticipons qu'il n'y aura pas d'autres hausses de taux d'intérêt cette année et sommes convaincus que la BNS continuera à lutter efficacement contre l'inflation importée en renforçant le franc suisse. Les prévisions concernant la courbe des swaps s'avèrent actuellement complexes, le segment à long terme semblant particulièrement sensible aux fluctuations. Cette volatilité devrait être influencée en premier lieu par des poussées inflationnistes inattendues et par l'évolution globale des taux d'intérêt.

Figure 1 : Evolution historique des taux d'intérêt depuis 1974



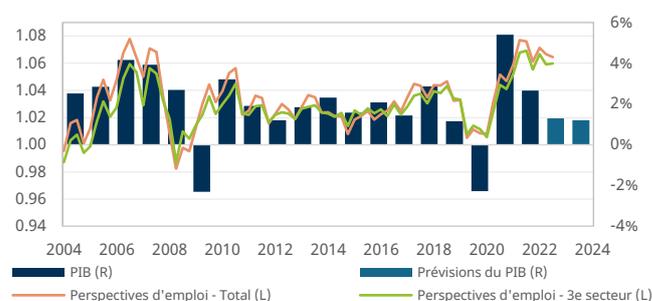
**Remarque :** le graphique montre l'évolution historique des taux d'intérêt en Suisse. // 10Y : jusqu'au 31.01.1988 rendement moyen des emprunts fédéraux avec durée résiduelle de 5 à 12 ans / à partir du 01.02.1988 taux swap à 10 ans CHF contre 6m Libor / à partir du 01.11.2021 taux swap à 10 ans CHF contre SARON.  
3M : jusqu'au 31.01.1988 3M taux du marché monétaire (taux de l'euromarché) / à partir du 01.02.1988 CHF 3M Libor / à partir du 01.11.2021 3M taux swap contre SARON.  
**Source :** données de Bloomberg, Refinitiv Eikon, BNS, au 03.10.2023

Figure 3 : Effets multi-tours - augmentation des loyers



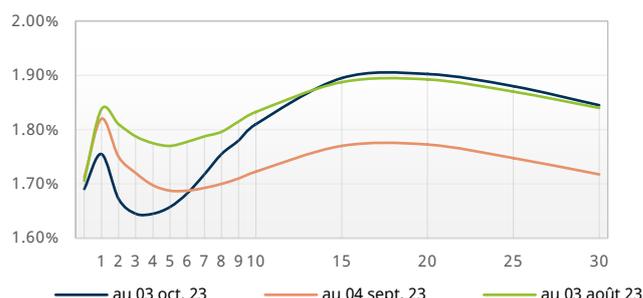
**Remarque :** les valeurs présentées montrent les taux de croissance annuels de l'indice des loyers. Pour la période de prévision, on s'attend à deux augmentations du taux d'intérêt de référence hypothécaire et à une compensation du renchérissement conformément aux prévisions de la BNS en matière d'inflation. En outre, une augmentation annuelle générale des coûts de 0,50% est prise en compte. Les augmentations de loyer dues aux investissements n'ont pas été prises en compte. Les zones grises indiquent les années où la croissance du PIB réel est négative.

Figure 2 : Evolution du PIB et perspectives d'emploi



**Remarque :** le graphique montre l'évolution trimestrielle des perspectives d'emploi. Une valeur de 1,00 signifie qu'une stagnation de l'emploi total est attendue pour le prochain trimestre. Si la valeur est supérieure à 1,00, on peut s'attendre à une augmentation du nombre total d'emplois. Les prévisions de croissance du PIB se basent sur les prévisions conjoncturelles du SECO du 20/09/2023.  
**Source :** données de l'OFS, au 03.10.2023

Figure 4 : Courbe de swap



**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, au 03.10.2023

## International

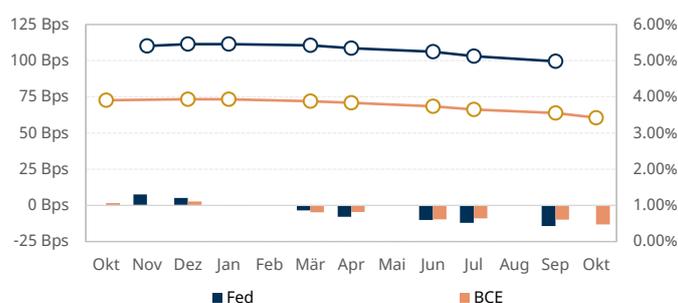
Le message est maintenant clair : Les taux d'intérêt resteront plus élevés pendant une période prolongée. Même si la pause de la Fed en septembre était largement attendue, les acteurs du marché s'orientent de plus en plus vers le scénario d'un maintien des taux à ce niveau élevé, voire d'une nouvelle hausse, l'inflation n'étant plus la seule raison.

Une hausse des taux de 25 pb est à l'ordre du jour de la réunion du 31 octobre. Cette possibilité a déjà été évoquée lors de récentes réunions de la Fed et pourrait marquer la dernière hausse des taux pour cette année (figure 5). En raison de la persistance de l'inflation sous-jacente en Europe, la BCE pourrait envisager une hausse supplémentaire de 25 pb, malgré les craintes d'une possible récession (figure 6).

La phase d'augmentation des taux d'intérêt s'étend de plus en plus et, après une période de taux bas voire négatifs, un environnement de taux plus élevés s'établit comme nouvelle norme. En réponse, tant les attentes du marché que les stratégies de marché s'ajustent. Cela se traduit, en particulier sur le marché des taux, par une hausse des taux d'intérêt à moyen et long terme (figure 7).

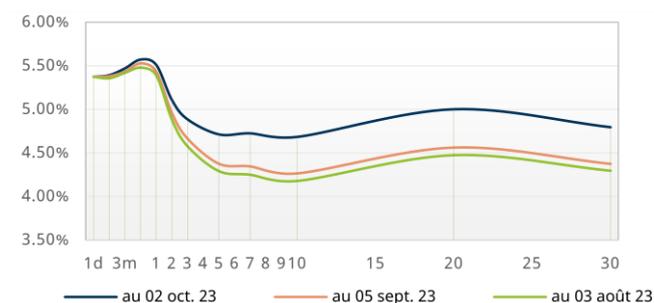
La hausse des taux d'intérêt ne peut pas s'expliquer uniquement par l'inflation. Malgré la récente hausse des prix du pétrole, les anticipations d'inflation à long terme restent proches de 2,0%. La dernière hausse des taux d'intérêt à long terme, comme ceux à 10 ans, est principalement due à une hausse réelle des taux d'intérêt (voir graphique 8). Une raison potentielle pourrait être le risque accru résultant de l'augmentation de la dette et des coûts d'intérêt du budget américain, ainsi qu'un déséquilibre entre l'offre et la demande de bons du Trésor américain.

Figure 5 : 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 03.10.2023

Figure 7 : Courbe des taux d'intérêt américains



**Remarque :** les courbes des taux d'intérêt servent de représentation graphique de la structure sous-jacente des taux d'intérêt sur le marché des obligations d'État américaines. Les rendements obligataires respectifs à la date de référence pour les différentes échéances (en années) forment ensemble la courbe des taux.  
**Source :** données de Refinitiv Eikon, au 03.10.2023

Des anticipations plus élevées en matière de taux d'intérêt, notamment en termes réels, impactent les valorisations et les rendements attendus de toutes les classes d'actifs et renforcent le risque systémique dans des secteurs spécifiques. Le marché immobilier commercial américain, où l'on observe des baisses de prix, des réductions de loyers réels et un volume croissant de logements vacants, en est un exemple. Dans un contexte de taux d'intérêt constamment élevés, voire en hausse, le refinancement des dettes existantes pourrait devenir un défi pour de nombreux acteurs du marché.

Une hausse des rendements des obligations d'État américaines ne provoquerait pas seulement une augmentation des taux d'intérêt et des troubles sur les marchés aux États-Unis, mais elle entraînerait également une élévation des taux des émetteurs européens. En outre, cela pourrait renforcer le dollar et donc accélérer l'inflation dans d'autres pays. Une évolution rapide des taux d'intérêt s'accompagne souvent d'une récession, raison pour laquelle l'apparition de risques systémiques est de plus en plus probable.

## Notre anticipation

Nous anticipons que la Fed et la BCE annoncent toutes deux une dernière hausse des taux d'intérêt pour cette année. Il est essentiel de suivre en permanence l'évolution des taux d'intérêt, tant en termes nominaux que réels, et d'examiner attentivement les secteurs sensibles de l'économie et de la finance. Un scénario plausible est que les rendements des emprunts d'État américains à 10 ans pourraient dépasser le seuil des 5,0%, ce qui entraînerait une hausse de la volatilité sur les marchés mondiaux.

Figure 6 : Evolution de l'inflation en Europe



**Remarque :** le graphique montre le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de la BCE, l'indice des prix à la consommation (IPC) et le taux d'inflation sous-jacent.  
**Source :** données de Refinitiv Eikon, au 03.10.2023

Figure 8 : Evolution du rendement des obligations américaines à 10 ans



**Remarque :** le graphique montre l'évolution du rendement des obligations américaines à 10 ans - en termes nominaux et réels - et le seuil de rentabilité à 10 ans, qui peut être interprété comme l'anticipation de l'inflation à long terme.  
**Source :** données de Fred, au 03.10.2023

## CONTACT



Burak Er, CFA  
Head Research

Avobis Group SA  
Brandschenkestrasse 38  
8001 Zurich

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

Mise à jour : 04 octobre 2023

**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 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.