



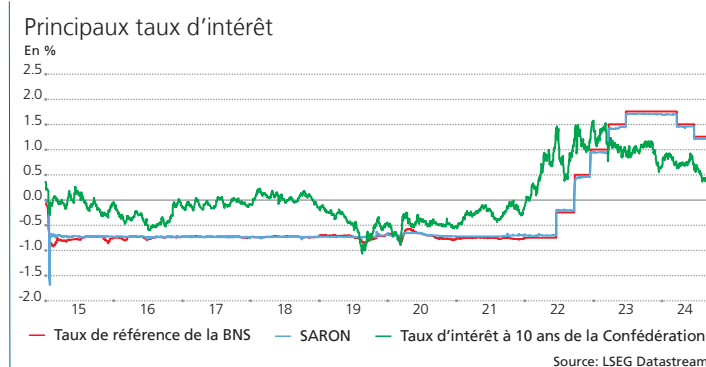
Taux d'intérêt

Octobre 2024

Evolution & perspectives

Bornes de fluctuations

Le troisième trimestre a enregistré une baisse généralisée des taux d'intérêt, en particulier le "2 ans américain", réceptacle des attentes de modifications des taux directeurs de la Fed. Ces mouvements se sont interrompus après la baisse de 50 points de base (taux Fed à 5%). En effet, les taux américains se sont rapidement redressés sous l'impulsion de la hausse des attentes d'inflation. En Europe, la BCE a poursuivi la baisse de ses taux directeurs, ramenant le niveau de refinancement MRO à 3.25% mi-octobre. En Suisse, en réponse aux attentes d'assouplissement, la BNS a également baissé son taux directeur de 25 pbb, le ramenant à 1%, niveau proche du taux d'équilibre. Les autres échéances obligataires de la Confédération et du marché swap sont pourtant à des niveaux inférieurs au taux directeur; attentes excessives ou reflet d'un manque de liquidité et d'une demande abondante, notamment issue des particuliers friands de reconstituer leur portefeuille d'actifs protecteurs et à nouveau sources de revenus? Face à une inflation domestique rigide, une sensibilité de l'inflation aux pressions externes et aux enjeux structurels, la poursuite de la baisse des taux à l'échelle de l'attente des marchés paraît excessive. Les taux devraient se stabiliser mais plutôt sur une fourchette supérieure, justifiant des prévisions en hausse.



Après son appréciation contre l'USD et l'EUR en juillet, le franc a interrompu ce mouvement de valeur refuge au moment même où les investisseurs ont commencé à montrer une certaine nervosité face au contexte géopolitique délicat, surinterprétant les données économiques publiées. En résulte sur le trimestre un retour du franc face au USD et contre l'EUR proche des niveaux de début d'année. Confrontée aux opérations de *carry trade* des spéculateurs utilisant le CHF et le JPY pour les financer, la monnaie helvétique a également fait l'objet de ventes de devises étrangères par la BNS. Ces opérations sur la gestion des liquidités se sont opérées en parallèle du surplus commercial suisse relancé par les exportations pharmaceutiques à destination des Etats-Unis. L'appréciation systématique du CHF face à ses principales devises partenaires est ainsi tempérée par des opérations plus temporaires de liquidité.

Opérations de changes et taux d'intérêt directeur font désormais partie des instruments courants de politique monétaire. Si les unes doivent contrôler les pressions sur les prix importés, notamment des ressources de base,

l'orientation des taux doit s'assurer de l'ancrage de l'inflation domestique, celle plus rigide à la baisse notamment par des salaires et des services dont les prix restent en hausse annuelle de près de 2%. Dans un contexte où les anticipations d'inflation s'affirment autour de 1% et où la persistance d'un marché de l'emploi tendu ne laisse pas la place à un assouplissement des conditions salariales, difficile d'intégrer un taux directeur inférieur à l'inflation sous-jacente; risque que la BNS ne peut pas prendre dans un contexte de sensibilité accrue de l'inflation à tout choc potentiel.

En dépit des autres banques centrales qui poursuivront leur cycle d'assouplissement, la BNS pourrait marquer une pause pour évaluer l'effet de sa politique baissière des taux, précoce en comparaison internationale. Les rendements à long terme sur lesquels les taux fixes hypothécaires se comparent, pourraient osciller sur des niveaux plus élevés, permettant à la courbe des taux de se normaliser et d'offrir une rentabilité des investissements supérieure aux coûts de financement engendrés.

L'orientation du franc, de plus en plus influencé par les interventions de la BNS soit pour gérer son bilan, soit pour limiter les pressions éventuelles des prix importés, restera fort mais son rythme d'appréciation annuelle systématique, déjà plus modéré depuis 2022 vis-à-vis de l'euro et du dollar, devrait simplement refléter la structure des coûts relative entre les régions, de 1 à 2% d'appréciation annuelle maximale. La normalisation des inflations respectives des régions et la structure des comptes extérieurs modifiées peuvent justifier cette modération de renforcement du franc face aux deux principales devises partenaires.

En effet, l'examen de la position externe de la Suisse révèle un changement de structure du compte courant. Le surplus longtemps alimenté par les échanges de biens, de services et de revenus excédentaires s'est transformée depuis 2020. Comme principal marché de débouchés des exportations, la Suisse compte aujourd'hui en tête de classement les Etats-Unis passant devant l'Allemagne, avec plus de 30% des échanges de biens pharmaceutiques. En revanche, les échanges de services sont devenus déficitaires ainsi que les échanges de revenus sur participation au capital des entreprises; un changement qui cache une structure industrielle attendrie par la sortie des suisses des grands programmes de R&D (recherche et développement) européens ex: ITER (programme fusion nucléaire, QuantERA (technologie quantique). Ces modifications ne sont pas sans conséquences sur la force du franc et ses sources de compétitivité.

Taux d'intérêt 3 mois	15.10.2024	3 mois	12 mois
Suisse	0.94	1.00	1.00
Euro	3.22	3.00	2.75
USA	4.85	4.75	4.00

Taux d'intérêt 10 ans			
Suisse	0.43	0.60	0.90
Euro	2.23	2.30	2.50
USA	4.03	4.20	4.50

Source: Refinitiv Datatream & BCGE prévisions