



Taux d'intérêt

Jun 2022

Evolution & perspectives

Normalisation accélérée

Ce jeudi 16 juin 2022 marque un coup d'arrêt de la politique ultra-accommodante de la BNS par le resserrement de son taux directeur de 50 points de base à -0.25%. Cet acte inattendu par son ampleur et sa précocité apparaît juste après l'intervention remarquée de la Fed, relevant de 75 points de base ses taux directeurs. L'annonce de changement d'orientation de la BCE, le 9 juin et sa réunion improvisée du mercredi 15 juin ont également généré un nouveau coup de semonce des marchés financiers, dont bien entendu les marchés obligataires, sous la pression de records historiques.

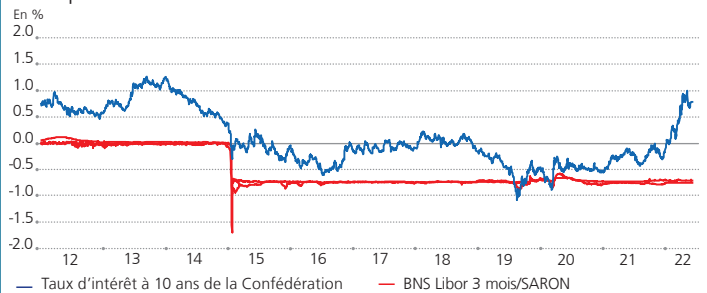
En Suisse, la réaction du franc ne s'est pas fait attendre. Attractivité financière ou protection, la question n'est sans doute que temporaire dans la mesure où la BNS réduit, dès le 1^{er} juillet, l'accès aux liquidités en CHF sans coût pour les banques commerciales (multiplicateur) et dispose de devises pour soutenir le franc en cas d'inversion de tendance. En effet, **la maîtrise de l'inflation et son ancrage est à nouveau au centre des préoccupations monétaires**. Or, en mai dernier le renchérissement helvétique **s'établit à 2.9% en rythme annuel**. L'inflation importée (7.4%) se présente comme la principale contributrice à l'inflation avec les prix des produits pétroliers progressant de 40.6% sur un an alors les prix des produits indigènes accélèrent également même plus modestement (1.5%). Un contexte inflationniste avéré qui n'a pas empêché la croissance de l'activité en hausse de près de 2 % en rythme annuel au 1^{er} trimestre 2022, preuve du dynamisme du secteur industriel, des exportations et de la consommation des ménages.

Mais l'actualité économique soutenue a manifestement peu de poids dans les réflexions des investisseurs, bien plus préoccupés par **le virage de la normalisation monétaire, entamé par les principales banques centrales dont la BCE**. Christine Lagarde a annoncé la fin des achats nets d'actifs (pour le 1^{er} juillet). De plus, la BCE entend procéder à une première hausse de taux de 25 points de base lors de sa réunion du 21 juillet prochain, probablement suivie d'une seconde hausse en septembre. Elle entend également mettre en place les instruments nécessaires **pour éviter la fragmentation de la zone euro par des resserrements injustifiés des coûts des dettes périphériques** (écartement des primes de risque de crédit des périphériques de l'union monétaire). Les chocs d'offre répétés (Covid, guerre en Ukraine) apportent leur lot de confusion et une alternance soudaine entre environnement déflationniste et inflationniste. La politique monétaire a une efficacité limitée contre ces chocs d'offre, en particulier s'agissant de matières premières s'échangeant sur les marchés internationaux; elle agit dès lors principalement pour éviter la diffusion de l'inflation importée à l'ensemble des prix, source de déclenchement d'une boucle prix-salaire. L'ancrage des **anticipations d'inflation à sa cible, marqueur des négociations salariales**, permet de reporter voire d'éviter la spirale. Et, pour absorber partie des pressions sur le pouvoir d'achat, le sur-mesure subsidié par les autorités budgétaires doit être privilégié.

Entre l'objectif d'inflation et de stabilité financière, **la normalisation est délicate**. En plus, des réinvestissements du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), un nouvel outil de stabilité financière est en préparation. En hausse modérée depuis le début de l'année, la prime de risque relative aux emprunts à 10 ans du gouvernement italien s'est renchérie rapidement (+40 points de base) dans la foulée des annonces du 9 juin.

Aux Etats-Unis, sous la pression des marchés et de l'inflation plus élevée qu'anticipé en mai, **la Fed accélère la normalisation et a relevé son taux directeur de 75 points de base le 15 juin**. Elle débute aussi la réduction de son bilan (*Quantitative Tightening*). S'il est largement anticipé que le taux cible de la Fed atteindra des niveaux proches de 2.5%-3% rapidement, la trajectoire au-delà de ce taux entretient des anticipations extrêmes et une forte volatilité.

Principaux taux d'intérêt



Source: Thomson Reuters Datastream

Le mois de mai a été marqué par une courte accalmie mais la volatilité et les taux – tant courts que longs – aux Etats-Unis, en zone euro et en Suisse se sont de nouveau envolés à la suite des chiffres de l'inflation américaine et des différentes annonces des garantes de la stabilité des prix. Pourtant, le marché avait largement anticipé et intégré dans ses prix une bonne partie de la normalisation monétaire et la sortie des politiques de taux zéro. Les incertitudes restent importantes et la **volatilité exacerbée définissent des bornes de fluctuations assez larges (50 points de base à la hausse ou à la baisse), sans pourtant alimenter une tendance haussière continue**. Tous ces éléments plaident en faveur d'ajustements désormais plus limités des taux hypothécaires, après la hausse rapide des premiers mois de l'année. **Le franc sera potentiellement plus aux prises de forces contradictoires entre normalisation monétaire et stabilité financière**.

Taux d'intérêt 3 mois	31/05/2022	3 mois	12 mois
Suisse	-0.69	0.00	0.00
Euro	-0.34	0.25	0.50
USA	1.61	2.25	2.75
Taux d'intérêt 10 ans			
Suisse	0.78	0.70	1.20
Euro	1.13	1.30	1.10
USA	2.85	3.00	2.90

Source: Refinitiv Datastream & BCGE prévisions