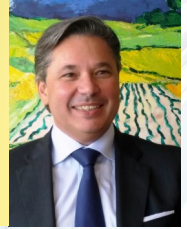


ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



LA GEOPOLITIQUE MENACE AUSSI LA CROISSANCE SUISSE

Révision indispensable des perspectives économiques en cours. Renforcement probable de l'inflation. Menaces sérieuses sur le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. En dix semaines, les actions suisses perdent leurs gains de 2021.

Points clés

- Sans surprise le PIB suisse ralenti en fin d'année (+0.3%) mais enregistre une croissance de +3.7%/an
- Le 1er trimestre devrait s'afficher en demi-teinte
- La crise géopolitique en Europe menace les perspectives de croissance au 1er semestre
- Fléchissement attendu des indicateurs avancés
- Hausse surprise de l'inflation qui franchit le seuil de +2% en février 2022
- La BNS peut-elle agir face à un bond de l'inflation ?
- Le franc retrouve temporairement la parité avec l'euro
- Risques de récession et de stagflation en 2022
- Les actions suisses perdent leurs gains de 2021

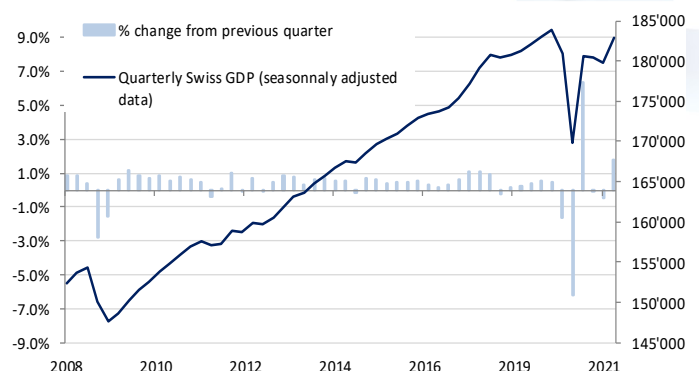
Sans surprise le PIB suisse ralenti en fin d'année (+0.3%) mais enregistre une croissance annuelle de +3.7%

Le PIB suisse enregistre en effet sans grande surprise une croissance trimestrielle de +0.3% au 4ème trimestre en ligne avec les anticipations des économistes dans un contexte à nouveau perturbé par les mesures sanitaires prises consécutives à l'apparition du variant Omicron. Le fléchissement est net en comparaison au trimestre précédent extraordinairement solide (+1.9%) mais il est parfaitement logique dans le contexte de fin d'année 2021. L'économie suisse poursuit donc sa reprise bien qu'à un rythme inférieur, freiné par la dernière vague de Covid et par les mesures sanitaires prises en réaction par les autorités suisses. Ce résultat positif a été rendu possible par la bonne tenue de certains secteurs comme le secteur pharmaceutique et la chimie. Les mesures sanitaires nettement moins sévères d'un point de vue relatif en fin d'année 2021 n'ont pas provoqué de revers massifs de fortune dans les segments hôtellerie et restauration qui ont tout de même accusé une baisse de -2.9%.

Dans l'ensemble, l'économie suisse s'est donc bien remise de la contraction de son PIB de -2.4% enregistrée en 2020. Elle avait déjà retrouvé au cours de l'été 2021 son niveau pré-pandémie et a pu développer ensuite une nouvelle valeur ajoutée significative poussant le niveau actuel de son PIB près de +1.5% plus haut qu'en fin 2019. La Suisse tire ainsi mieux son épingle du jeu que son principal partenaire commercial européen. L'Allemagne voit en effet son économie se contracter de -0.3% au 4ème trimestre.

La majorité des divers segments de l'économie suisse sont en croissance en fin d'année. Les secteurs manufacturiers et exportateurs de produits et marchandises enregistrent les plus fortes augmentations de valeur. L'industrie manufacturière a en effet progressé de +1.7%, malgré les difficultés d'approvisionnement en matières premières et produits liés à la persistance des problèmes rencontrés sur le plan international dans les chaînes de valeur. Le secteur chimie et pharmacie a aussi nettement augmenté sa production enregistrant également une hausse notable des exportations de produits industriels.

Performance de l'économie suisse (PIB) en mios CH



Sources: SECO, BBGI Group SA

Le commerce de détail (+4%) a soutenu la croissance de la consommation, freinée cependant par la chute de la demande de véhicules. La consommation privée a progressé de +0.3% alors que les dépenses publiques contribuaient sensiblement au PIB avec une progression de +1%. Les investissements en biens d'équipement se sont distingués par une hausse notable de +2.4%. Le secteur de la construction enregistrait un tassement de -0.8% et une baisse de -0.1% des investissements.

Le 1er trimestre devrait s'afficher en demi-teinte

L'économie suisse aurait pu débuter l'année 2022 de manière plus dynamique que cela ne sera finalement le cas en raison des multiples facteurs qui sont en train de s'aligner et peser sur le développement du PIB helvétique. L'abrogation des mesures sanitaires annoncée à la fin du mois de février relancera très certainement la consommation de services et les ventes de détails en mars, mais cette embellie permettra juste de compenser la faiblesse des premières semaines de l'année et ne suffira pas à annihiler les effets potentiellement négatifs de la hausse du franc sur nos exportations et du fléchissement conjoncturel observé chez certains de nos voisins européens. La forte progression du franc contre l'euro vers la parité, largement induite par l'accroissement de la crise géopolitique en Europe au cours des dernières semaines, devrait avoir un impact défavorable sur les exportations suisses vers la zone euro et sur le niveau des échanges commerciaux avec nos principaux partenaires économiques. D'autant plus qu'un ralentissement conjoncturel est probable en Europe et en Suisse également dans le contexte géopolitique de plus en plus tendu. La croissance du PIB attendue à +0.3% au 1er trimestre 2022 pourrait dans ce climat économique plus incertain s'avérer trop optimiste.

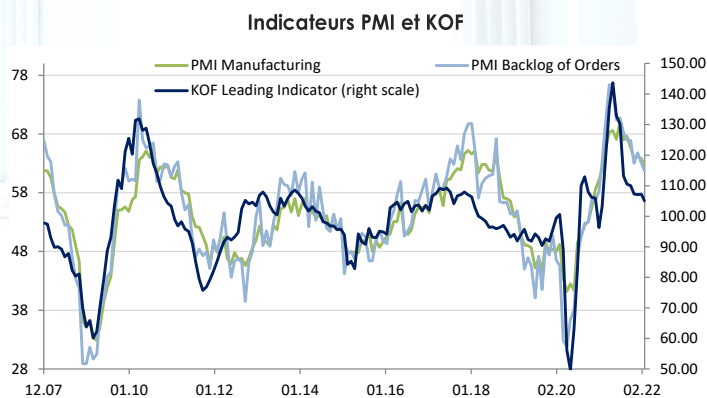
La crise géopolitique en Europe menace les perspectives de croissance au 1er semestre

Plus globalement l'intensification du conflit en Ukraine et l'accroissement des tensions entre la Russie et l'Europe relancent de nombreuses incertitudes et risques de dérapage et d'extension du conflit. Dès lors, la hausse des prix de l'énergie et de l'ensemble des matières premières constatée depuis quelques semaines pourrait bien s'avérer durable. Un choc global de l'offre et une déstabilisation majeure des marchés des matières premières dans le monde est désormais une éventualité crédible à considérer à son juste niveau de probabilité. Les effets en 2022 d'un tel choc seraient particulièrement dommageables, alors que l'inflation est déjà au plus haut des 40 dernières années aux Etats-Unis (+7.5%) et depuis octobre 2008 en Suisse (+2.2%). Les perspectives de croissance pour les prochains mois sont ainsi à réviser en raison des risques significatifs de baisse du pouvoir d'achat des ménages. Le fléchissement de la consommation privée se matérialiserait alors au moment même où les dépenses publiques de soutien conjoncturel en lien avec la crise sanitaire sont en phase de contraction. Dès lors, les perspectives économiques

apparaissent moins brillantes qu'en début d'année. Nous réduisons nos anticipations pour l'année 2022 en-dessous de notre précédent objectif de +3%. Les dépenses publiques ont offert un support important à la croissance économique suisse en 2021, elles devraient logiquement diminuer en 2022 et retrouver leur niveau global précédant la crise. Nous estimons donc qu'une baisse de -4.5% des dépenses publiques en 2022 est probable. Elle ne sera que partiellement compensées par la demande privée. Un environnement économique international plus incertain affectera aussi la demande de produits et de services helvétiques. Les exportations suisses seront aussi affectées par le tassement surprise de la demande mondiale en 2022.

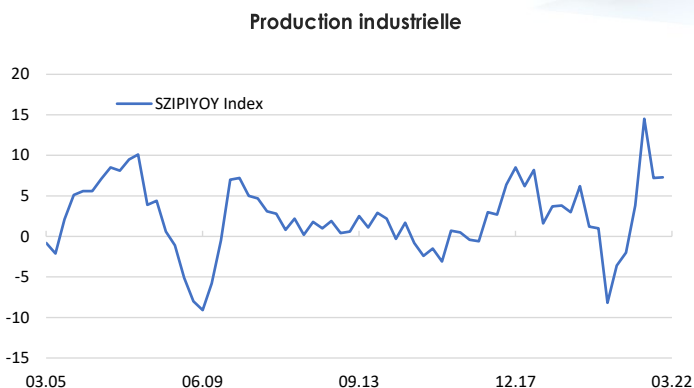
Fléchissement attendu des indicateurs avancés

Les indicateurs avancés du KOF déclinaient encore un peu en février de 107.8 à 105. On observe aussi sur l'indice PMI manufacturier un tassement similaire avec la dernière publication pour février en baisse de 63.8 à 62.6, l'indicateur glisse depuis juillet 2021 et se situe désormais à son plus bas niveau depuis un an. Ce niveau reste toutefois très au-dessus du seuil de croissance de 50. Globalement, les indicateurs avancés restaient en février à des niveaux historiquement élevés et continuaient de suggérer une poursuite de la croissance de la valeur ajoutée en Suisse.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La production industrielle suisse a logiquement fléchi en comparaison sur un an au 4ème trimestre (+7.3%) après une progression de +8.3% au trimestre précédent. Elle devrait marquer encore un peu le pas au T1 2022.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Hausse surprise de l'inflation qui franchit le seuil de +2% en février 2022

L'inflation poursuit sa progression en Suisse aussi et atteint désormais +2.2% sur un an en février. Malgré la hausse du franc suisse contre plusieurs devises importantes, l'inflation a donc encore progressé pour atteindre son plus haut niveau depuis mars 2008. L'indice des prix de base hors alimentation et énergie subit une hausse plus modeste de +1.3% mais se situe aussi au plus haut historique. L'évolution des prix importés n'est pas encourageante dans ce contexte de franc plutôt fort puisque l'accélération des prix incluant les matières premières atteint +9.5% sur un an en janvier 2022. Sans surprise, les prix à la production suivent une tendance exactement semblable avec un niveau de +3.5% jamais atteint depuis dix ans.

Les tensions internationales observées sur les chaînes de production ne se sont pas détendues et représentent dès lors pour la Suisse aussi un facteur de risque très important pouvant soutenir une poursuite de la hausse des prix. La hausse des coûts de transport, les problèmes logistiques et les difficultés constatées dans le marché de l'emploi devraient également contribuer au maintien d'une inflation plus persistante en 2022. La hausse des coûts de l'énergie et des matières premières constatée depuis plusieurs semaines et son accélération avec l'éclatement de la crise politique internationale avec la Russie auront des répercussions additionnelles sans doute durables sur les diverses mesures d'inflation en Suisse également. Les attentes en matière d'inflation de la Banque nationale suisse de +1.1% pour l'année 2022 nous semblent dans cet environnement certainement trop optimiste.

CPI, PPI



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

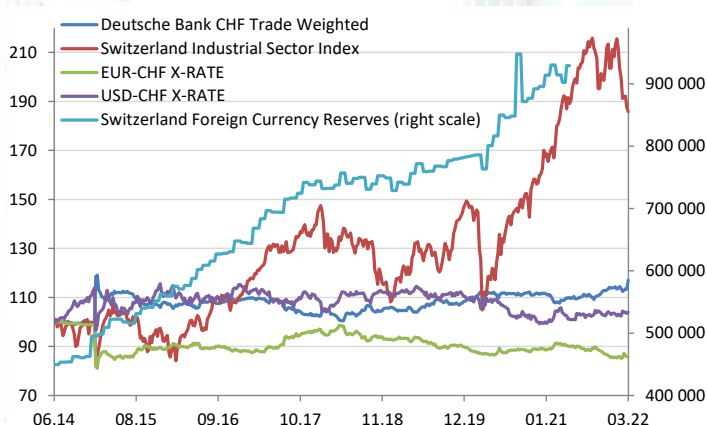
La BNS peut-elle agir face à un bond de l'inflation ?

La banque nationale suisse s'inquiète certainement de la hausse surprise de l'inflation en février au-delà de son objectif de +2%. Elle n'est cependant probablement pas encore prête à envisager que ce niveau d'inflation se maintienne durablement sur l'ensemble de l'année 2022. Nous estimons qu'elle maintiendra une vision temporaire de la situation actuelle en repoussant seulement de quelques mois la date de l'inflexion de l'inflation au 2ème trimestre. La BNS s'attendra à une

baisse de l'inflation en-dessous de 2% au deuxième semestre et décidera dans ce contexte de ne pas modifier sa politique monétaire. La guerre en Ukraine provoque une hausse de la demande de francs suisses, la BNS ne devrait donc pas toucher ses taux directeurs au risque de renforcer encore un peu plus l'attrait du franc. Une telle appréciation du franc permettrait de contenir en partie la dynamique des prix importés, mais elle poserait à nouveau des risques importants aux exportateurs alors que le contexte macro-économique international est une nouvelle fois plus incertain.

Difficile dès lors d'envisager un scénario de lutte contre la remontée de l'inflation dans notre pays, même si elle devait le juger nécessaire. Nous estimons que la BNS n'a que peu d'alternatives et qu'elle n'a encore pas d'autre choix que de maintenir sa politique actuelle au risque de voir l'inflation s'accroître, ce qui finalement aurait un impact négatif mais souhaité sur la valeur du franc.

Taux de change et réserves de la BNS



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

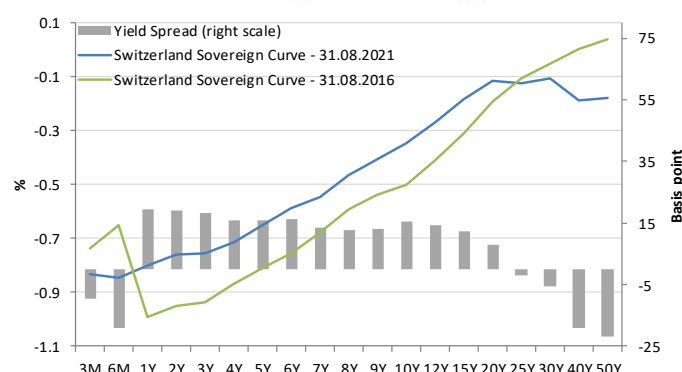
Le franc retrouve temporairement la parité avec l'euro

La BNS considèrerait toujours le franc comme surévalué vis-à-vis de l'euro en début d'année, avant que l'invasion de l'Ukraine par la Russie ne développe ses effets indirects sur la valeur de notre devise nationale. Mais quel serait le taux de change objectif dans un autre contexte que celui qui a poussé le franc vers la parité contre l'euro en début mars ? La guerre en Ukraine et la crise politique qui caractérise désormais les relations entre la Russie et l'Europe ont en effet très rapidement renforcé l'attrait à court terme du franc comme monnaie refuge jusqu'à envisager la parité contre l'euro. L'appréciation actuelle du franc dans un contexte européen durablement tendu peut se poursuivre et se renforcer en l'absence de nouvelles interventions de la BNS. Cette dernière ne changera sans doute pas sa stratégie, mais elle devra choisir très finement le « timing » de ses interventions pour espérer changer la tendance actuelle. A court terme, il semble désormais peu probable de pouvoir compter sur de meilleures perspectives économiques européennes et une remontée des taux en euros pour provoquer une baisse du franc. La tâche de la BNS pour faire baisser le franc semble plus compliquée désormais.

Risques de récession et de stagflation en 2022 ?

Le début d'année a été marqué par la reprise nette de la tendance haussière des taux en Suisse également. Les perspectives économiques meilleures après la fin de l'épisode Omicron pour l'ensemble de l'année 2022 et les nouvelles politiques monétaires désormais centrées sur la normalisation des taux ne laissent plus d'autre choix aux investisseurs que celui de l'ajustement des courbes de rendement à cet environnement plus solide. Janvier et février ont ainsi été particulièrement douloureux pour les marchés obligataires qui enregistraient des corrections de valeurs déjà significatives. Les taux à dix ans de la Confédération progressaient dans ce contexte de -0.3% à +0.35% entre décembre et février. La politique monétaire de la BNS restera certainement inchangée malgré une relance de l'inflation et permettra aux échéances plus courtes de rester un temps encore en territoire négatif.

Courbe des taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Mais dans ce contexte de début de normalisation des rendements et de la courbe des taux, les primes de risques nous semblent encore trop faibles entre les obligations BBB et les taux de la Confédération. Les stratégies de « yield pick-up » sont encore à risque. Nous recommandons le maintien de durations courtes ainsi qu'une allocation des risques débiteurs sur des titres « investment grade ».

Toutefois, les conséquences probables de la crise géopolitique actuelle sur l'inflation pourraient avoir un impact significatif sur le pouvoir d'achat des

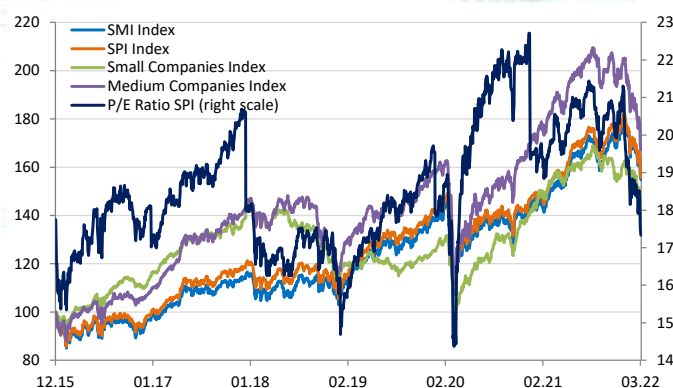
consommateurs européens et suisses, ainsi que sur la dynamique économique en cours.

Les risques de ralentissement voir de récession en 2022 progressent et devraient dans un premier temps freiner les probabilités de hausse des taux d'intérêt.

Les actions suisses perdent tous leurs gains de 2021

En début d'année, nous estimions que les risques d'une consolidation des cours étaient significatifs et suggérions une exposition raisonnable et sous-pondérée en actions. Le principal facteur de risque pour les actions suisses était alors celui d'un ajustement significatif des taux d'intérêt et d'une contraction des ratios cours/bénéfices. La première phase de consolidation des marchés en janvier (-8.5%) était effectivement motivée par ce facteur, après une longue période d'expansion ayant poussé les actions à des niveaux de valorisation parfois extrêmes. Mais depuis quelques semaines, la crise géopolitique est devenue le premier facteur d'inquiétude poussant les marchés financiers dans une nouvelle chute plus massive encore. Dans ce contexte stupéfiant de guerre aux portes de l'Europe, la propension des investisseurs à prendre des risques s'est brutalement et logiquement rétractée. En moins de dix semaines, les actions suisses ont ainsi perdu tous leurs gains de l'année 2021 sans qu'il soit possible d'envisager une issue prochaine favorable du conflit en cours. Les menaces sur la croissance économiques sont sévères et s'accroissent avec l'intensité du conflit. Nous recommandons toujours une sous-exposition aux risques.

Indices actions suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group

Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch