

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé &amp; CIO



## FENETRE D'OPPORTUNITE POUR LES ACTIONS SUISSES ?

La demande intérieure soutient la croissance. Le franc fort freine la dynamique inflationniste. Changement inattendu de politique monétaire de la BNS. Volatilité extrême sur le marché des capitaux. Une fenêtre d'opportunité s'ouvre pour les titres suisses.

### Points clés



- L'économie suisse résiste aux vents contraires
- Les consommations publiques et privées restent les principaux moteurs de la dynamique suisse
- L'effondrement des indicateurs avancés se poursuit
- Inflation suisse au plus haut depuis 30 ans
- Changement surprise et radical de politique de la BNS
- Le franc profite du resserrement monétaire de la banque centrale suisse
- Volatilité extrême sur le marché suisse des capitaux
- Une fenêtre d'opportunité s'ouvre pour les actions suisses

### L'économie suisse résiste aux vents contraires

L'économie suisse avait déjà montré une résistance plutôt solide au 1er trimestre en enregistrant une progression du PIB de +0.5% en termes réels, sensiblement supérieure aux attentes (+0.3%) et au résultat du trimestre précédent (+0.2%). Cette dynamique devrait se poursuivre durant le trimestre qui s'est achevé au 30 juin. Elle portait sa performance en comparaison annuelle à +4.4%. Le PIB suisse s'inscrivait dans la tendance européenne d'un premier trimestre plutôt fort après révision faisant état d'une croissance de +0.5% pour la zone euro. Dans notre pays, ce résultat s'avérait aussi particulièrement favorable dans le contexte difficile du 1er trimestre marqué par l'éclatement de la guerre en Ukraine et de la forte progression des incertitudes issues de ce conflit en Europe. Nous verrons plus loin quelles ont été les composantes principales ayant soutenu cette progression et quelles sont les perspectives détaillées pour les prochains trimestres.

A quelques semaines de la publication de la performance réalisée au 2ème trimestre, les anticipations de croissance semblent démontrer une poursuite probable de la résilience déjà observée en début d'année en Suisse. L'économie helvétique devrait en effet avoir ajouté +0.4% de valeur réelle,

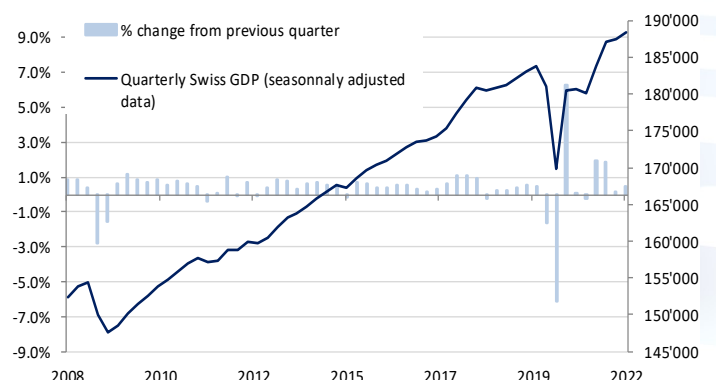
dans un environnement pourtant toujours plus difficile, caractérisé par un fléchissement de la conjoncture internationale, une progression de l'inflation, une hausse de la valeur du franc suisse et des taux d'intérêt.

L'économie suisse fait aussi face à des forces contradictoires indéniables. La crise en Ukraine, les difficultés d'approvisionnement en matières premières et autres produits indispensables à la production industrielle suisse développent notamment encore des effets sur les prix et le niveau de l'offre. La fin des restrictions liées au Covid constitue un environnement plus positif soutenant la dynamique conjoncturelle et l'évolution des services en particulier, mais ses effets positifs se heurtent à l'accroissement des incertitudes directement liées à la guerre en Ukraine et qui ne montrent aucun signes à ce jour de détente.

Le contexte géopolitique devrait perdurer et rester tendu probablement plus longtemps que la plupart des observateurs ne l'envisageait initialement. La hausse des prix de l'énergie et plus généralement des matières premières affecte aussi en Suisse le pouvoir d'achat des ménages et potentiellement le niveau de consommation. Mais le consommateur suisse nous semble en mesure de traverser cette période de tensions inflationnistes en ne modifiant que marginalement sa consommation.

Nous estimons que pour l'ensemble de l'année, le PIB suisse ne devrait pas subir de révision majeure et devrait s'afficher en progression de +2.5%.

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



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

## Les consommations publiques et privées restent les principaux moteurs de la dynamique suisse

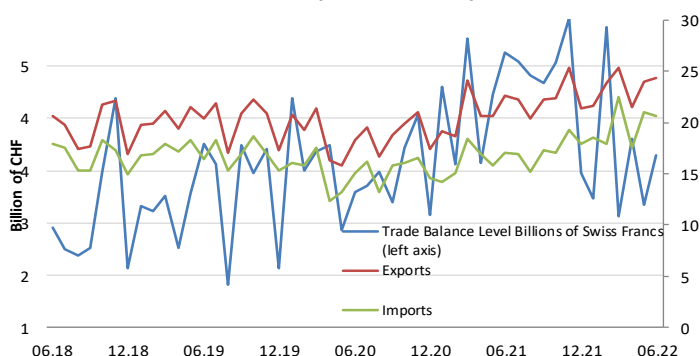
Le secteur industriel a nettement progressé en début d'année (+1.7%), alors que la croissance marquait le pas dans l'industrie chimie et pharmacie. Les exportations de marchandise connaissent une embellie (+1.4%) en réalisant une meilleure performance que la moyenne historique. Les importations de marchandises en hausse de +6.1% étaient soutenues par la demande de l'industrie chimique et pharmaceutique. Le commerce de détail est resté relativement stable (-0.1%) malgré la disparition des mesures restrictives sur le plan sanitaire. L'hôtellerie et la restauration restaient sinistrées (-2.2%) et ne parvenaient pas à enregistrer une progression de leur chiffre d'affaire. La consommation privée a soutenu le PIB grâce à une hausse de +0.4% due à la bonne tenue du secteur alimentation. Une nouvelle fois les dépenses publiques en nette reprise de +1.4% ont soutenu le PIB en lien avec les dépenses engagées pour lutter contre la pandémie. Du côté des investissements en biens d'équipement, la tendance a fléchi (-3.1%) après un dernier trimestre 2021 solide. Un recul a aussi été observé dans la construction (-0.7%) en raison des difficultés d'approvisionnement et des coûts des matières premières.

Les dépenses de consommation des administrations publiques avaient donc déjà sensiblement progressé en début d'année, nous estimons qu'elles ont encore été importantes au second trimestre. Les dépenses liées à la pandémie dans un premier temps ont certainement été remplacées plus tard par des dépenses liées à la guerre en Ukraine. Le mouvement de réfugiés qui s'est enclenché devrait durer et avoir un impact également sur le deuxième semestre 2022.

Les investissements dans la construction devraient montrer un cinquième déclin trimestriel consécutif et souffrir encore dans les prochains mois des difficultés d'approvisionnement en biens intermédiaires. En Suisse également la pénurie de main d'œuvre affecte le secteur de la construction qui devrait encore souffrir d'un niveau élevé d'utilisation des capacités de production. La demande reste pourtant solide dans le second œuvre, poussant les prix à la hausse face à un niveau de l'offre qui peine à s'ajuster. Nous estimons que les conditions restent favorables au secteur malgré la hausse des taux hypothécaires en raison de conditions de financement qui restent globalement favorables en comparaison historique.

Les investissements en biens d'équipement devraient pouvoir reprendre sous l'impulsion plus durable des investissements dans les segments électriques et services informatiques. Le commerce extérieur a apporté une contribution légèrement négative en raison de la hausse du coût des importations car les exportations avaient déjà progressé de +2.1% pour s'établir 16% au-dessus du niveau prévalant avant la pandémie.

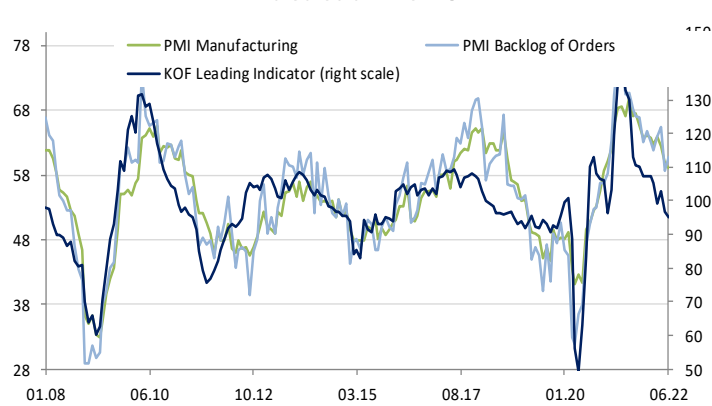
### Balance commerciale, importations et exportations suisses



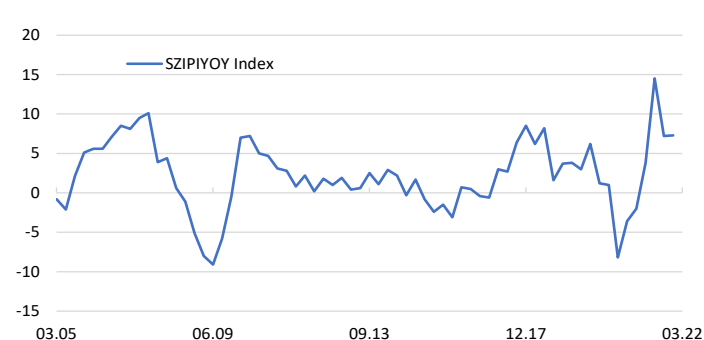
## L'effondrement des indicateurs avancés se poursuit

En juillet, le baromètre conjoncturel du KOF (-5.1 points) a poursuivi son long déclin déjà entamé au printemps 2021 et surpris les observateurs en enregistrant un déclin plus sensible qu'escompté. Le recul de l'indicateur avancés du KOF s'est en effet accéléré suggérant encore que la situation n'est pas encore en phase d'amélioration malgré les bons résultats enregistrés au 1er trimestre 2022. En glissant à 90.1 points l'indice se situe désormais très en dessous du niveau de 100 et suggère que la conjoncture suisse devrait s'affaiblir pendant l'automne. L'industrie manufacturière devrait souffrir du fléchissement conjoncturel mondial et des difficultés d'approvisionnement, mais les perspectives sont tout autant mitigées dans les services financiers, la restauration et l'hôtellerie. La consommation semble mieux résister, mais la production est largement affectée, les carnets de commandes des secteurs machines et de la pharma présentent des tendances plus inquiétantes. On observe aussi sur l'indice PMI manufacturier un tassement similaire avec la dernière publication pour juin en baisse de 60 à 59.1, l'indicateur glisse depuis juillet 2021 et se situe désormais à son plus bas niveau depuis un an. Ce niveau reste toutefois au-dessus du seuil de croissance de 50. Globalement, les indicateurs avancés continuent de pointer vers un fléchissement conjoncturel dans notre pays dans le sillage de celui constaté dans la plupart des pays développés.

### Indicateurs PMI et KOF



### Production industrielle

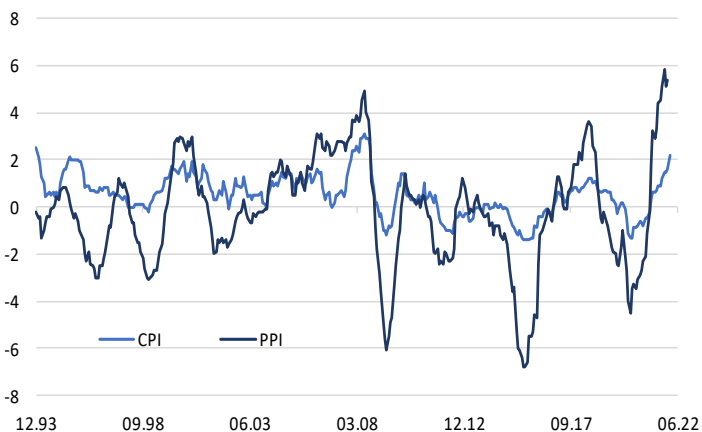


La production industrielle suisse est également impactée par la hausse des coûts des matières et les difficultés d'approvisionnement. Les prix à l'importation et à la production ont nettement progressés en Suisse aussi en juin (+0.6% et +0.2%). La force du franc suisse a certainement permis de freiner le mouvement puissant de hausse des coûts pour l'économie helvétique pourtant assez largement observé auprès de nos partenaires économiques directs. En zone euro, les prix importés et les prix à la production ont en effet bondi sur un an de +36% environ.

## Inflation suisse au plus haut depuis 30 ans

La bonne tenue du franc suisse a très certainement été un facteur favorable permettant de contenir l'évolution des prix dans notre pays et freiner les développements observés dans la plupart des pays industrialisés. Néanmoins, les indices de prix ont tout de même évolué nettement à la hausse ces derniers mois. L'indice CPI a encore progressé de +0.5% en juin, portant sa progression sur un an +3.4%, soit le plus haut niveau d'inflation atteint en Suisse au cours de 30 dernières années. Si ce résultat reste inquiétant en analyse historique pour notre pays, en comparaison historique, l'inflation suisse reste très largement en deçà du chiffre européen de +8.6%. Hors alimentation et énergie (+1.9%), l'inflation suisse reste en dessous de l'objectif de la BNS de 2%. 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 tensions persistantes dans le marché de l'emploi restent sérieuses. Avec un taux de chômage désormais de 2% au plus bas de la décennie, l'économie suisse pourrait aussi devoir s'ajuster à des risques de hausses de salaires. La dynamique de hausse des coûts de l'énergie et des matières premières devrait toutefois nettement marquer le pas dans les prochaines semaines et contribuer à la perte de momentum de l'inflation en Suisse. Par ailleurs, la force du franc qui s'est renforcée au cours des dernières semaines va également contribuer à une amélioration probable très prochaine de l'évolution de l'inflation. Le fléchissement de l'économie mondiale qui s'est installé devrait aussi avoir un impact global sur les prix en soutenant une détente prochaine.

CPI & PPI -Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## Changement surprise et radical de politique de la BNS

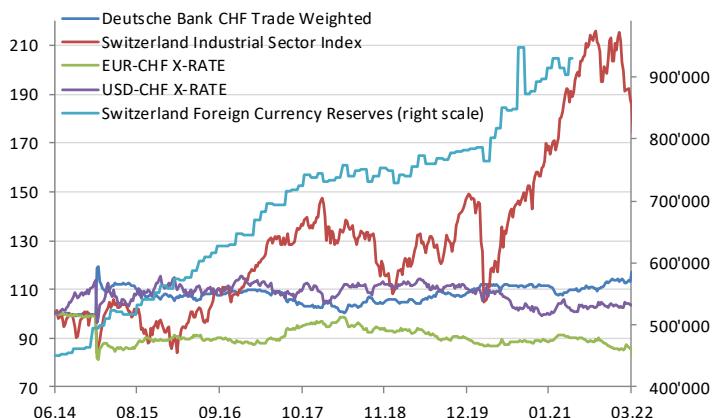
La BNS a surpris tous les observateurs en remontant ses taux directeurs de 0.5% le 15 juin au lendemain de la hausse des taux de la Réserve fédérale et bien avant que la BCE ne puisse ajuster sa propre politique. Alors que tous les observateurs s'attendaient à un statut quo en juin et probablement à une décision de politique mesurée intervenant quelques temps après la première hausse de taux de la BCE, l'action de notre banque nationale n'a clairement pas été anticipée. La BNS a donc considéré que l'économie suisse ne risquait plus autant d'être pénalisée par un franc fort et qu'elle profiterait in fine désormais plus d'une hausse du franc dans le contexte inflationniste global. La force du franc contre l'euro a

clairement été considérée comme un facteur positif permettant de contenir l'inflation importée dans notre pays et comme un outil de politique monétaire par la banque centrale désormais plus inquiète de la hausse des prix que des risques conjoncturels. Le retour des risques de dérapage de l'inflation a ainsi poussé la BNS à recentrer sa politique sur son objectif assigné de contrôler l'inflation. La BNS a ainsi décidé d'agir en juin pour ne pas courir le risque d'être perçue comme laxiste si elle attendait sa prochaine réunion de comité de politique monétaire agendé en septembre. Ce premier pas significatif de normalisation de sa politique s'avérera peut-être prématuré si d'aventure l'inflation suisse commence déjà à baisser pendant l'été.

## Le franc profite du resserrement monétaire de la BNS

La BNS avait fait évoluer sa position vis-à-vis de la valeur du franc en modifiant son appréciation de sa surévaluation relative au cours des derniers mois. Le différentiel d'inflation qui s'est accru entre les indices CPI et PPI suisses et étrangers, notamment européens et américains l'ont poussée à estimer que le franc n'était plus surévalué dans le contexte présent. L'évolution du taux de change euro/franc vers la parité s'est matérialisé dans un environnement de taux directeurs stables avant que les banques centrales ne décident d'adopter des politiques monétaires adaptées à l'accélération de la dynamique inflationniste mondiale. La hausse rapide du franc vers la parité devait alors être contenue par une action probable de la BCE plus rapide devant renforcer le différentiel de rendement en faveur de la devise européenne. C'est dans cette anticipation que le taux de change a pu se stabiliser et rebondir de +4% au-dessus de la parité. La décision surprise de la BNS le 16 juin a totalement contredit cette perspective et permis au franc suisse de s'apprécier rapidement contre l'euro de près de 6% en relançant l'intérêt des investisseurs pour la monnaie helvétique. La décision ultérieure de la BCE de ne remonter que de 0.25% ses taux directeurs n'a dès lors par été suffisante pour modifier la tendance. La guerre en Ukraine et ses conséquences géopolitiques, économiques et sociales n'ont pas fini d'affecter l'Europe et la Suisse. L'incertitude reste forte et favorise aussi l'attrait à court terme du franc comme monnaie refuge. Mais rappelons toutefois que les différentiels de courbes de rendements euro/CHF ont évolué en faveur de l'euro sur la plupart des échéances au cours des dernières semaines au point de retrouver des niveaux similaires à ceux de 2015 ayant permis une remontée de la devise européenne. Une stabilisation des taux de change semble dans ce contexte plus probable au cours des prochains mois.

Taux de change et réserves de la BNS



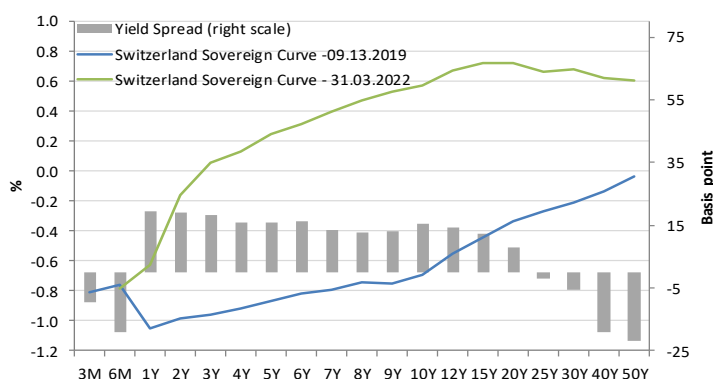
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



## Volatilité extrême sur le marché suisse des capitaux

L'économie suisse pourrait bien enregistrer une croissance proche de zéro au 2ème trimestre, mais elle pourrait montrer une résistance supérieure en raison d'une inflation inférieure à celle de ses principaux partenaires économiques et d'une demande intérieure plus résistante. Le contexte international restera un facteur essentiel pour ses exportations qui subiront certainement un fléchissement avec le déclin de la dynamique mondiale. Les risques de stagflation sont ainsi toujours élevés dans notre pays également. Mais la fin de trimestre s'est avérée sous haute tension pour le marché des capitaux qui n'a pas pu s'affranchir de la tendance mondiale très largement affectée par la montée des risques inflationnistes. Les rendements en francs suisses ont ainsi été affectés par les mêmes craintes et ont donc subi les mêmes fluctuations que celles observées sur des marchés pourtant plus impactés par le dérapage de l'inflation. Le mois de juin restera dès lors marqué par l'ajustement extrême des taux longs au chiffre d'inflation de +8.6% publié aux Etats-Unis, qui n'a pas manqué de pousser les taux à dix ans de la Confédération au-delà de 1.54% malgré une inflation très inférieure. Ce mouvement constaté en Suisse nous semblait déjà clairement une exagération poussée par une remontée extrême et injustifiée des incertitudes. Cette hausse brutale de la courbe des taux suisses en juin nous semblait ainsi sans réel fondement dans le contexte de ralentissement conjoncturel probable attendu aussi dans notre pays.

**Courbe des taux de la Confédération**



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

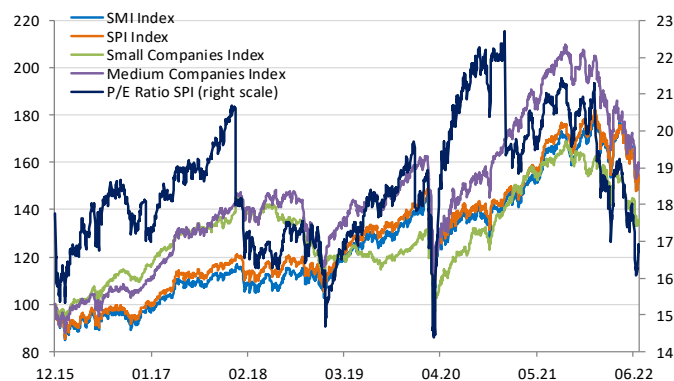
Les rendements de la Confédération et des obligations « investment grade » offraient dès lors des opportunités uniques selon nous de repositionnement presque similaires à celles observées en mars 2020, et qui avaient été suivies rapidement d'un ajustement à la baisse des rendements. Nous anticipons alors un renversement rapide de la tendance qui serait ensuite

conforté par une perte de momentum de l'inflation. En quelques semaines, le marché des capitaux s'est effectivement très nettement ajusté en abaissant les rendements à dix ans de plus de 100 points de base. Avec un rendement de 0.44%, ceux-ci nous semblent à nouveau correctement évalués pour prendre en considération le contexte présent de ralentissement de la croissance.

## Une fenêtre d'opportunité s'ouvre pour les actions suisses

Après avoir estimé pendant plusieurs mois depuis le début de l'année que les risques d'une consolidation des cours des actions suisses étaient significatifs et suggéraient une exposition sous-pondérée en actions, les développements des dernières semaines nous semblent maintenant pointer vers une stabilisation et une reprise probable des marchés. 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 qui s'est depuis assez largement concrétisée avec la hausse des taux à dix ans au-delà de 1.5% et une baisse du PE du marché à environ 15x. Le changement de perception des risques qui s'est développé en juin avait poussé les investisseurs à réévaluer leur expositions en actions qui n'a pas manqué de provoquer les mêmes effets sur les sociétés suisses cotées. La correction quasi instantanée de -10% des cours en juin en Suisse portait à -20% l'ajustement des cours depuis le début de l'année et offrait dès lors selon nous de nouvelles opportunités de repositionnement. Les actions suisses devraient profiter au cours des prochains mois d'une diminution des anticipations inflationnistes et de la baisse consécutive des rendements. Une récession durable devrait être évitée et permettre d'écarter des révisions de bénéfices majeures des sociétés. Nous recommandons désormais une allocation neutre à surpondérée en valeurs suisses.

**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 intégrité. 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