

ANALYSE HEBDOMADAIRE



M. Alain Freymond—Associé & CIO

PERSPECTIVES FAVORABLES POUR LES ACTIFS FINANCIERS SUISSES

L'économie suisse ralentit. Risque de récession. Signes de stabilisation de l'inflation. Inflexion prochaine de la politique monétaire. Ecarts de rendements favorables à l'euro. Stabilisation des rendements. Perspectives encore positives pour les actions.



- L'économie suisse ralentit au 3ème trimestre
- La demande intérieure soutient plus largement le PIB
- Indicateurs avancés toujours en chute
- La stabilisation de l'inflation se concrétise
- La BNS devrait progressivement infléchir sa politique
- Evolution des spreads de plus en plus défavorable au franc suisse
- Les rendements obligataires restent relativement attrayants
- Perte de momentum probable pour les actions suisses

L'économie suisse ralentit au 3ème trimestre

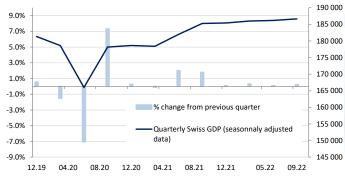
Le produit intérieur brut suisse a progressé de +0.2% au 3ème trimestre et enreaistre ainsi une très léaère progression par rapport au précédent trimestre, dont la hausse a été révisée de +0.3% à seulement +0.1%. L'économie suisse enregistre ainsi quatre trimestres consécutifs de très faible croissance comprise entre +0.1% et +0.3%. La situation économique en Suisse apparaît ainsi plus stable que celle observée dans la plupart des autres régions et pays entrés en récession. Dans le contexte particulièrement difficile marquée aussi en Suisse par les impacts négatifs de la guerre en Ukraine, par l'inflation, la hausse du franc suisse et la forte progression des incertitudes sur le plan économique et politique, la conjoncture helvétique peu surprendre par sa relative stabilité. Dans notre pays, l'économie semble ainsi beaucoup mieux résister aux turbulences de toutes sortes qui apparaissent et menacent la croissance mondiale. Depuis le mois de septembre 2020, le PIB suisse n'aura connu qu'une période trimestrielle négative d'à peine -0.1% en mars 2021. La vigueur du franc contre la monnaie européenne notamment constitue un frein non négligeable au développement des exportations suisse vers la zone euro, qui se trouve toutefois compensée par l'affaiblissement du franc contre le dollar en 2022.

La Suisse résiste à une conjoncture internationale difficile, mais ne parvient pas à s'affranchir des effets d'une demande externe en déclin. Ce développement très légèrement positif des séguences trimestrielles de croissance est ainsi très logiquement insuffisant pour maintenir une croissance annuelle solide. Celle-ci est en effet en diminution régulière au point de chuter à seulement +0.5% sur un an à la fin septembre 2022. Rappelons que la croissance réelle annuelle était encore de +2.8% en juin et de +4.4% en mars.

Cette performance s'est avérée inférieure aux attentes des économistes qui espéraient un comportement un peu plus dynamique de l'économie au 3ème trimestre (+1%).

En ce qui nous concerne, le ralentissement conjoncturel annoncé depuis plusieurs trimestres s'est donc assez clairement matérialisé dans notre pays. Les composantes domestiques sont pourtant restées relativement solides et peu affectées par la hausse de l'inflation. Nous verrons plus loin quelles ont été les composantes principales ayant influencé l'évolution du PIB au cours des derniers mois et quelles sont les perspectives détaillées pour les prochains trimestres. Le dernier trimestre pourrait encore s'avérer particulièrement faible si les économies européennes et américaines entrent ensemble en phase de ralentissement toujours plus marqué. enregistrent comme prévu des croissances en net diminution. L'économie suisse devrait alors souffrir d'une dynamique plus faible encore soutenue par la consommation intérieure. La croissance du PIB pourrait encore être proche de 0% et réduire très significativement les perspectives pour l'année complète.

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



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

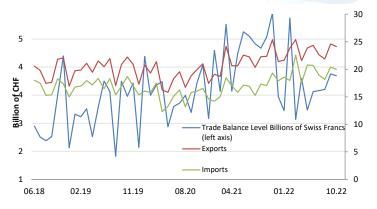
La demande intérieure soutient plus largement le PIB

La demande intérieure a effectivement plutôt bien résisté à l'inflation et notamment dans le secteur des services dans lequel pratiquement tous les segments ont enregistré des évolutions positives. Dans l'industrie, la situation a été moins favorable en raison de la sensibilité plus importante à la conjoncture internationale plus tendue. La hausse très modeste du PIB de +0.2% a été soutenue par la consommation privée qui résistait plutôt bien dans un contexte marqué par l'inflation. La hausse de +0.7% de la consommation des ménages s'est avérée nettement plus faible qu'au trimestre précédent (+1.4%), mais elle reste supérieure à la moyenne. Le commerce de détail a profité de l'augmentation des dépenses liées au logement, à l'énergie, aux voyages et à l'alimentation. Le secteur du commerce a ainsi enregistré une nouvelle progression sensible de +2.3% et sort d'une séquence de quatre trimestres consécutifs négatifs. L'hôtellerie et la restauration se portent enfin mieux et voient leur valeur ajoutée avancer de +2.8%, grâce notamment au retour des touristes étrangers pendant la période sous revue. Du coté des services, la branche santé avance de +0.7% comme les services aux entreprises (+0.6%). Les services financiers ont contrairement aux autres secteurs subit une contraction de -4.4%. Dans l'ensemble, la demande intérieure finale a donc progressé de +0.6%, grâce notamment à une reprise significative des investissements en biens d'équipement en hausse de +2.1%.

Mais on note toutefois une baisse des investissements dans la construction qui se traduit par une diminution de la valeur ajoutée dans le domaine de la construction de –2.2%. La contraction observée concerne aussi bien le bâtiment, le génie civil et les autres travaux.

Dans l'industrie manufacturière, l'évolution est peu perceptible mais un déclin de -0.2% a été constaté. Malgré une bonne tenue pourtant de l'industrie chimique-pharmaceutique qui reprend de la vigueur après deux trimestres en demi-teinte, les autres secteurs ont encore été touchés par le contexte difficile. Cette situation s'est notamment international matérialisée par un recul des exportations de -5.9% alors que les importations profitaient de la demande d'investissement pour réaliser une hausse de +4.9%. Au cours du mois d'octobre la tendance est restée morose pour les exportations suisses. La baisse de -1.8% s'inscrit dans la continuité du 3ème trimestre et témoigne des difficultés provoquées par un franc fort et une conjoncture internationale difficile réduisant le niveau de la demande externe. Dans le même temps les importations suisses diminuaient de -0.8%, ce qui permettait à la balance commerciale helvétique de rester relativement inchangée avec un surplus de 4.14 milliards de francs.

Balance commerciale, importations et exportations suisses



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Indicateurs avancés toujours en chute

Le baromètre conjoncturel du KOF chute encore en novembre et tombe en dessous de 90 points (89.5). Il enregistre sa cinquième baisse consécutive et poursuit son long déclin déjà entamé au printemps 2021 pour atteindre son plus bas niveau depuis 2015 hors contexte de pandémie du 2ème trimestre 2020. Le recul de l'indicateur avancé du KOF s'est encore accéléré surprenant une nouvelle fois négativement les économistes. L'activité dans le secteur manufacturier semble ralentir significativement notamment dans le secteur des biens de consommation. Le volume des carnets de commande se contracte et les inventaires progressent se situant à un niveau élevé avant les fêtes de fin d'année. La situation n'est donc pas encore en phase de stabilisation et d'amélioration. La conjoncture suisse devrait par conséquent et logiquement encore s'affaiblir en fin d'année.

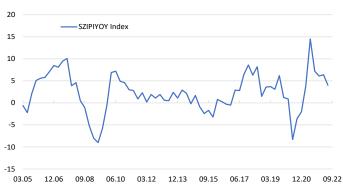
Indicateurs PMI et KOF



L'industrie manufacturière reste impactée négativement par la baisse d'activité sur le plan international et par la diminution de la demande externe. Les difficultés d'approvisionnement semblent pourtant diminuer, mais les perspectives restent incertaines. Le déclin se poursuit donc sur l'indice PMI manufacturier avec la dernière publication pour le mois de novembre au plus bas des vingt-quatre derniers mois, mais encore en nette zone de croissance à 53.9.

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. La production industrielle suisse résistait pourtant en enregistrant une progression de +5.2% au 3ème trimestre, mais elle est également impactée par la hausse des coûts des matières premières et par les difficultés d'approvisionnement.

Production industrielle



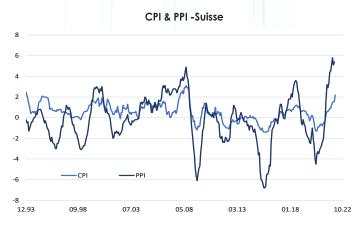
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



La stabilisation de l'inflation se concrétise

La force du franc suisse contre l'euro notamment a encore constitué un facteur favorable permettant de contenir l'évolution des prix dans notre pays au cours des derniers mois en freinant les développements observés dans la plupart des pays industrialisés, notamment en termes de prix à la production. Depuis le pic de juin à +6.9%, les prix à la production ont en effet glissé chaque mois en comparaison annuelle pour tomber à +4.9% à la fin octobre. Le régime d'inflation mensuelle de l'ordre de +0.7% jusqu'en juin a désormais chuté à 0% par mois depuis quatre mois explique le fléchissement des données sur un an glissant et semble de bon augure pour un contrôle des coûts des entreprises et de leurs marges. La stabilisation des prix à la production permet de projeter une anticipation également plus positive pour l'évolution prochaine des prix à la consommation. On observe déjà un comportement similaire des indices de prix à la consommation qui ont aussi changé de régime de progression depuis le mois de juin. Le rythme mensuel moyen de l'inflation atteignait +0.5%/mois au cours des six premiers mois avant de chuter significativement à seulement +0.04% au cours des quatre derniers mois.

En rythme annuel, le déclin est déjà sensible puisque la progression de l'indice CPI est tombée de +3.5% à +3%. Hors alimentation et énergie, la hausse des prix à la consommation est à nouveau inférieure à +2% à la fin novembre (+1.9%). En comparaisons nationales, l'inflation suisse reste très largement en deçà du chiffre du Royaume-Uni (+11.1%) encore en phase de hausse, de la zone euro de +8.8% et des Etats-Unis (+7.7%), qui suivent aussi une tendance similaire à la Suisse en termes de régime d'inflation. La hausse des coûts de transport, les problèmes logistiques et les tensions persistantes dans le marché de l'emploi restent sérieux. Avec un taux de chômage de 1.9% désormais en dessous de 2%, l'économie suisse pourrait aussi devoir s'ajuster à des risques croissants de hausses de salaires. La dynamique de hausse des coûts de l'énergie et des matières premières devrait toutefois très nettement marquer le pas dans les prochaines semaines et contribuer à la perte de momentum de l'inflation en Suisse.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les cours du brut sont en effet à nouveau proches de leurs niveaux moyens de novembre-décembre 2021 ce qui réduira à pratiquement zéro la progression sur un an des prix. Par ailleurs, la force du franc qui s'est renforcée au cours des dernières semaines contre le dollar et la stabilisation du taux de change contre l'euro vont également contribuer à une amélioration probable très prochaine de l'évolution de l'inflation.

La BNS devrait progressivement infléchir sa politique

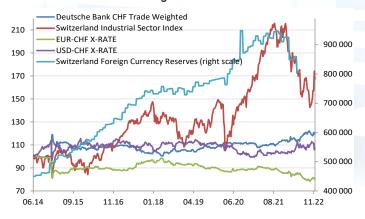
Depuis le changement de politique monétaire opéré par la BNS le 15 juin, la banque centrale suisse est désormais plus focalisée sur son objectif primaire historique qui est d'assurer la stabilité des prix en Suisse. Elle s'est engagée avec une certaine fermeté depuis en remontant une seconde fois ses taux directeurs en septembre, qui sont ainsi passés de -0.75% à 0.5%. Si le niveau de croissance annuelle de l'inflation semble toujours supérieur à son objectif de 2%, impliquant selon toute vraisemblance un maintien de sa politique, elle devrait procéder le 15 décembre à une nouvelle hausse de 0.75%. Nous avons pourtant évoqué précédemment que le régime d'inflation en Suisse était en train de montrer des signes de stabilisation en rythme mensuel, ce qui pourrait déjà offrir à la BNS des raisons de réduire l'amplitude de ses ajustements au moment même où l'économie suisse entre pratiquement en croissance nulle. Elle pourrait ainsi déjà considérer en décembre qu'une hausse de 0.50% serait mieux adaptée dans ce contexte, surtout si la Réserve fédérale américaine montre à ce moment également une volonté de ralentir le rythme de ses propres hausses.

Quelle que soit la décision prise en décembre, nous estimons que le début d'année 2023 sera caractérisé par un fléchissement de l'action de la BNS, qui pourrait procéder à de nouvelles hausses sensiblement plus faibles en procédant par des touches successives de 0.25%.

Evolution des spreads de plus en plus défavorable au franc

La BNS aura alors remonté ses taux directeurs selon toutes attentes à environ 1%-1.25% à la fin décembre alors que la BCE devrait procéder le 15 décembre aussi à un relèvement de 75 points de base de ses taux les portant à 2.5%-2.75%. Nous estimons que la BNS ne suivra pas le même chemin de hausses de taux directeurs que celui de la BCE qui fait face à une situation plus dramatique que celle de la Suisse en matière d'inflation avec un CPI progressant trois fois plus qu'en Suisse. Le différentiel de taux directeurs entre les deux devises devrait ainsi progresser durablement en faveur de l'euro. A ce jour, les écarts de rendements entre les taux à 2 ans de la Confédération et du Bund allemand sont déjà de 110 points de base, alors qu'il était encore proche de zéro en début d'année. Cette constatation est similaire sur les divers points de la courbe relative des rendements. Notons également qu'en comparaison à la situation de 2015, le niveau actuel est encore plus important que celui qui avait permis une remontée de l'euro de 0.97 à 1.20 en trois ans. Le franc devrait ainsi plutôt s'affaiblir à nouveau contre l'euro.

Taux de change et réserves de la BNS



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

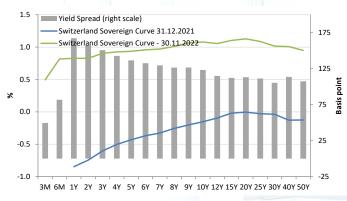


Les rendements obligataires restent relativement attrayants

Depuis près de neuf mois, les politiques monétaires des banques centrales et les statistiques d'inflation donnent le ton dans les marchés de capitaux. C'est en fait avant tout la situation aux Etats-Unis qui influence l'ensemble des marchés qui adoptent un comportement assez peu distinct malgré des conjonctures parfois assez différentes. C'est notamment le cas du marché suisse qui a fluctué au diapason de l'évolution du marché américain en 2022, malgré un environnement inflationniste radicalement différent. Si les mouvements ont souvent été corrélés avec ceux des obligations du Trésor US, leurs amplitudes ont cependant été adaptées à la situation spécifique de la Suisse. Alors que les taux à dix ans US atteignaient leur sommet à 4.6% en octobre les rendements de la Confédération stoppaient leur progression à 1.6%.

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. Les mois de septembre-octobre resteront ainsi marqués par l'ajustement extrême des taux à dix ans de la Confédération avant un retour rapide et une stabilisation récente à tout juste 1%. Nous avions alors annoncé que la hausse brutale de la courbe des taux suisses nous semblait prématurée dans le contexte conjoncturel suisse et perspective d'une diminution des inflationnistes en 2023. Nous considérions alors que ces niveaux de rendements constituaient des opportunités pour les investisseurs suisses qui en avaient été privés depuis 2014. Aujourd'hui, la hausse des taux directeurs projetée pour le 1er trimestre 2023 d'environ 1.25%-1.5% est déjà proche du niveau observé de l'ensemble de la courbe de taux. Nous estimons que ceux-ci ont donc atteint un niveau probable de stabilisation dans le contexte de ralentissement économique actuel, les obligations suisses restent de ce fait attrayantes.

Courbe des taux de la Confédération



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Perte de momentum probable pour les actions suisses

Les marchés actions ont été particulièrement sensibles et même très corrélés à l'évolution des politiques monétaires et des taux d'intérêt en 2022. Le récent déclin des rendements annoncé dans notre précédente stratégie trimestrielle a ainsi développé les effets escomptés également dans le marché des actions. Nous avions en effet précédemment évoqué l'influence positive qu'aurait la baisse des rendements obligataires sur l'évolution de la bourse suisse avec succès puisque depuis la fin septembre le SMI a pu enregistrer une progression réjouissante de plus de +10%.

Après deux séquences de « risk on », puis « risk off » pendant l'année 2022 qui avaient poussé les valeurs suisses fortement à la baisse (-22%), le trimestre en cours s'avère donc enfin plus favorable. Les actions suisses ont ainsi profité d'une diminution des anticipations inflationnistes, du fléchissement des rendements et d'un climat boursier international plus positif. Les perspectives d'un taux de change euro/CHF en hausse devraient aussi favoriser les résultats financiers des sociétés helvétiques en début d'année 2023 et supporter leurs cours.

Cependant, la hausse en cours replace le marché suisse dans le groupe des marchés relativement chers en termes de PE pour l'année 2023. Avec un PE de 15.7x, le SMI est à peine en dessous du S&P500 (17.3x) et sensiblement au-dessus de celui du CAC40(11.4x), du Dax(11.5x) ou du FTSE (10x). Si le climat boursier international s'avère plus optimiste en fin d'année et plus favorable à la prise de risque, les valeurs suisses souvent considérées comme des valeurs de substance plus défensives pourraient bien être délaissées au profit d'autres et notamment des valeurs de croissance à nouveau supportées par la détente attendue sur les rendements obligataires. Le marché suisse conserve toutefois un « expected return » positif pour les prochains mois.

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 utilisé 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