

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PERSPECTIVES POSITIVES POUR LES ACTIFS FINANCIERS SUISSES

L'économie suisse résiste aux risques de récession. La BNS durcit le ton. Stabilisation probable de l'inflation. Ecart de rendements favorables à l'euro. Rendements attrayants sur les obligations. Détente probable des taux positive pour les actions.

Points clés



- L'économie suisse montre encore sa résilience
- Les consommations privées et les investissements en biens d'équipement soutiennent le PIB
- Toujours pas de stabilisation des indicateurs avancés
- Perspectives de stabilisation prochaine de l'inflation
- La BNS durcit drastiquement sa politique monétaire
- Evolution des spreads défavorable au franc
- Regain d'intérêt des obligations en francs suisse
- Une détente des rendements sera favorable aux actions

L'économie suisse montre encore sa résilience

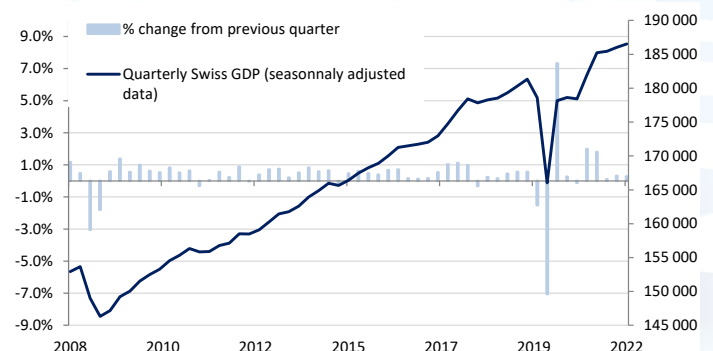
Le PIB suisse poursuit sa tendance de reprise régulière malgré la guerre en Ukraine, l'inflation, la hausse du franc suisse et la forte progression des incertitudes sur le plan économique et politique. En effet, le PIB du 2ème trimestre s'est encore avéré positif (+0.3%) et donc en décalage assez net avec la situation observée aux Etats-Unis, qui enregistraient de leur côté un 2ème trimestre de décroissance et une entrée officielle en récession. Dans notre pays, l'économie semble ainsi beaucoup mieux résister aux turbulences de toutes sortes qui apparaissent et menacent la croissance. En enregistrant une nouvelle hausse de son PIB de +0.3% au 2ème trimestre, la cinquième consécutive après une progression de +0.2% et + 0.3% au cours des deux précédents trimestres, la Suisse semble faire fi des difficultés pourtant particulièrement inquiétantes qui se présentent, notamment en lien avec la force du franc et avec les ressources énergétiques limitées dont dispose le pays. Ce développement positif de la croissance trimestrielle porte sa performance en comparaison annuelle à +2.8%, en retrait toutefois par rapport au résultat de +4.4% du trimestre précédent. 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 3ème trimestre, les anticipations de croissance semblent démontrer une poursuite probable de la résilience déjà observée au premier semestre en Suisse. L'économie helvétique devrait en effet avoir ajouté +0.3% de valeur réelle, dans un environnement pourtant toujours plus difficile, caractérisé par un fléchissement de la conjoncture internationale, une nette progression de l'inflation, une hausse du franc suisse, un ajustement net des taux d'intérêt et un durcissement des conditions monétaires mis en œuvre rapidement par la BNS.

L'économie suisse fait pourtant encore 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 constituait un environnement plus positif soutenant la conjoncture 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 à la hausse des prix de l'énergie.

L'économie suisse devrait toutefois encore progresser de +0.3% au 3ème trimestre. 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 +2.4%.

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



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Les consommations privées et les investissements en biens d'équipement soutiennent le PIB

La hausse de +0.3% du PIB a nettement été soutenue par la consommation privée en hausse de +1.4% et par celle des investissements en biens d'équipement de +2.6%. La consommation des administrations publiques généralement positive s'est avérée nulle au 2ème trimestre et n'a pas soutenu le développement de la croissance. La reprise a clairement été plus nette dans les services où la création de valeur ajoutée a fortement progressé dans les secteurs particulièrement touchés auparavant par les restrictions sanitaires, le secteur hôtellerie-restauration a ainsi enregistré une belle progression de +12.4%. Le tourisme international a ainsi poursuivi son redressement, notamment sous l'impulsion de touristes européens et américains. Malgré ces évolutions encourageantes, la valeur ajoutée du secteur reste encore inférieure à celle observée avant la pandémie d'environ -10%. Les transports ont aussi bénéficiés de la normalisation au 2ème trimestre et présentent une croissance de +4.4% qui permet au secteur de retrouver pratiquement son niveau d'avant crise.

Le segment des services a profité de la reprise à l'exception des services financiers et du commerce qui ont par contre vu leur valeur ajoutée diminuée de -1.5% et -2.1%. Cette tendance positive s'est particulièrement illustrée dans le secteur exportations de services en hausse de +5%.

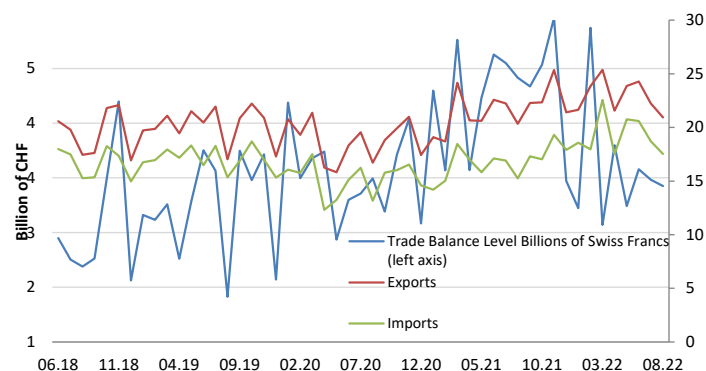
Avec la levée des restrictions sanitaires, la consommation privée s'est aussi reprise après un tassement pendant l'hiver. La hausse de +1.4% s'est notamment matérialisée par une hausse des dépenses dans le secteur hôtellerie-restauration.

Du côté des investissements, les investissements dans la construction marquaient le pas avec un léger recul de -0.2% en relation avec la décroissance du secteur construction (-1.7%), tandis que les investissements en biens d'équipements progressaient de +2.6% après un trimestre précédent négatif.

La hausse de la demande intérieure a également induit une nette progression des importations de services (+6.2%), un peu supérieure à celle des exportations de services en hausse de +5%. Les exportations de marchandises ont pourtant chuté de -11.5% sur la période en raison de la baisse du commerce de transit.

Dans l'industrie manufacturière, la valeur ajoutée a aussi décliné de -0.5% après sept trimestres de nette reprise, en raison du fléchissement de la production et des exportations de l'industrie chimie-pharma.

Balance commerciale, importations et exportations suisses

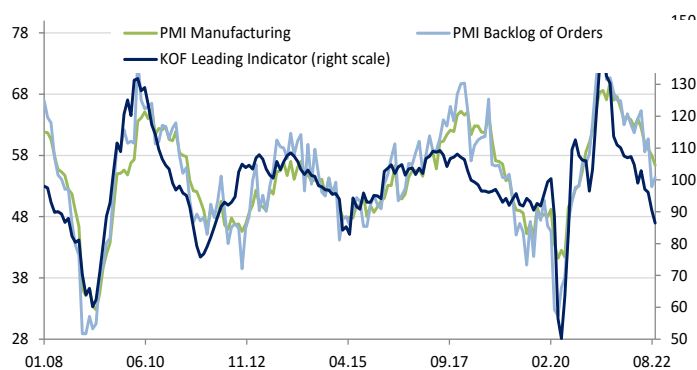


Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Toujours pas de stabilisation des indicateurs avancés

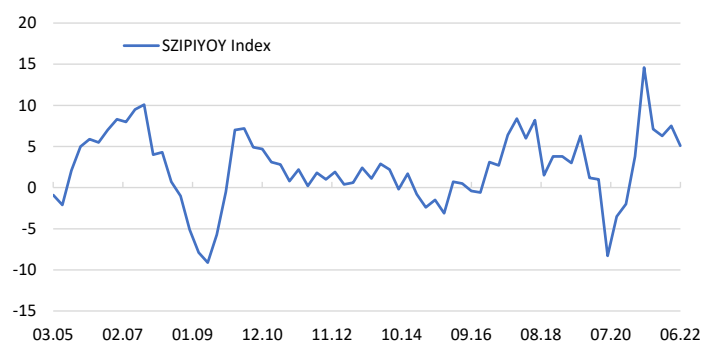
Le baromètre conjoncturel du KOF chute encore en août de 90.1 à 86.5 et poursuit son long déclin déjà entamé au printemps 2021. Le recul de l'indicateur avancés du KOF s'est encore accéléré surprenant une nouvelle fois négativement les économistes. Ce sont les indicateurs liés à la consommation privée qui semblent avoir la plus grande influence sur le déclin enregistré, suivi des composantes de l'industrie manufacturière et de la construction. 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. 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 et la production sont affectées négativement, mais les carnets de commandes semblent moins incertains. Le déclin se poursuit aussi sur l'indice PMI manufacturier avec la dernière publication pour le mois d'août en baisse de 58 à 56.4, l'indicateur glisse depuis juillet 2021 et se situe désormais à son plus bas niveau depuis décembre 2020. 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



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Production industrielle



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

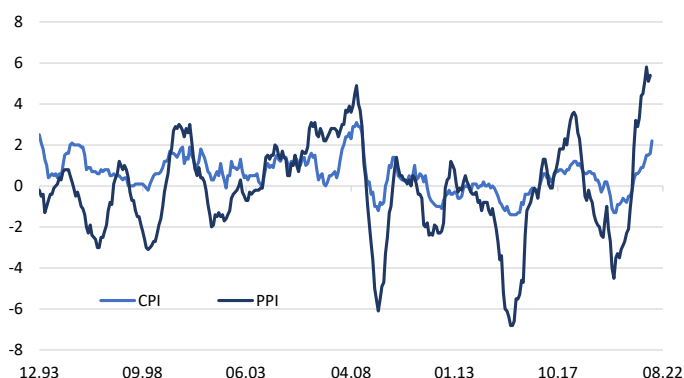
La production industrielle suisse résistait pourtant en enregistrant une progression de +5.1% au 2ème trimestre, mais elle est également impactée par la hausse des coûts des matières premières et par les difficultés d'approvisionnement. Les prix à l'importation et à la production se sont pourtant contractés de -0.1% au cours des mois de juillet et août, suggérant peut-être enfin une diminution des tensions sur les prix de production et sur les futurs prix à la consommation.

Perspectives de stabilisation prochaine de l'inflation

La force du franc suisse 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. Néanmoins, les indices de prix à la consommation ont tout de même encore un peu progressé en atteignant +3.5% sur un an en août. Sur une base mensuelle toutefois, le CPI avançait de +0.3% après un mois de stabilisation en juillet (+0%), offrant quelques espoirs d'une stabilisation de l'inflation en cours après les chiffres plus inquiétants publiés entre février et juin supérieurs à +0.5%/mois. En rythme annuel, la dernière progression de l'indice CPI (+3.5%) porte l'inflation à son plus haut niveau atteint en Suisse au cours de 30 dernières années. Si ce résultat annuel peut encore être inquiétant, la stabilisation récente et encore fragile des deux derniers mois pourrait tout de même être le premier pas vers une diminution plus nette des pressions inflationnistes au cours des prochains mois.

En comparaisons nationales, l'inflation suisse reste très largement en deçà du chiffre de la zone euro de +8.89%, de celui du Royaume-Uni (+9.9%) et des Etats-Unis (+8.3%). Hors alimentation et énergie, l'inflation suisse a maintenant touché l'objectif de la BNS de 2%, motivant de fait le changement de politique monétaire de l'institution. Le changement de politique monétaire de la Banque nationale suisse qui a démontré une priorité à la lutte contre l'inflation en remontant ses taux directeurs de 0.75% en septembre devrait renforcer les probabilités d'une stabilisation prochaine des prix. 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 encore 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 contre l'euro va également contribuer à une amélioration probable très prochaine de l'évolution de l'inflation. Le fléchissement de l'économie mondiale en cours devrait aussi avoir un impact global sur les prix en soutenant une détente prochaine de l'inflation.

CPI & PPI -Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

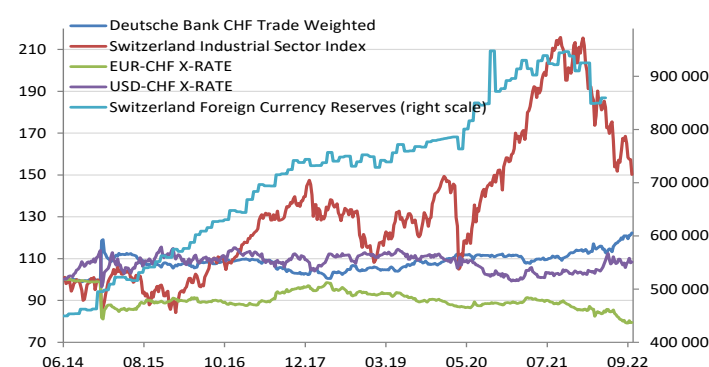
La BNS durcit drastiquement sa politique monétaire

La BNS avait créé la surprise en relevant 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. Son relèvement de septembre de 0.75% était par contre plus largement anticipé. Le coût de financement auprès de la BNS est donc enfin à nouveau positif (+0.5%) après huit années de taux négatifs. Cette hausse aura pourtant été la plus forte des vingt dernières années, soulignant clairement la volonté de l'institution de porter un coup sévère à l'évolution de l'inflation. Malgré ces deux actions décisives, le président de la BNS a voulu souligner la détermination de l'institution à s'assurer que l'inflation soit le plus rapidement possible sous contrôle en évoquant la possibilité de futures nouvelles hausses de taux pour assurer la stabilité des prix. La BNS a maintenant remonté ses taux directeurs de +1.25%, autant que la BCE depuis juillet. Parallèlement à cette décision, la BNS a annoncé la réduction de ses objectifs de croissance du PIB de +2.5% à seulement +2% pour 2022. Sa prévision pour l'inflation est maintenant de +3% pour 2022 et de +2.4% en 2023. Dans ce contexte, la force du franc semble convenir à la BNS qui considère ce facteur comme un facteur essentiel de contrôle des prix.

Evolution des spreads défavorable au franc

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'appréciation du franc contre l'euro s'est tout d'abord matérialisée 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. Au-delà des politiques monétaires, les risques géopolitiques soutiennent 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 et notamment sur les taux à dix ans dont le « spread » a augmenté de 83 pdb en cinq mois. Sur une échéance de deux ans, le spread est désormais de 116 pdb alors qu'il n'était « que » de 90 pdb au plus bas du taux de change de 2015 avant la 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

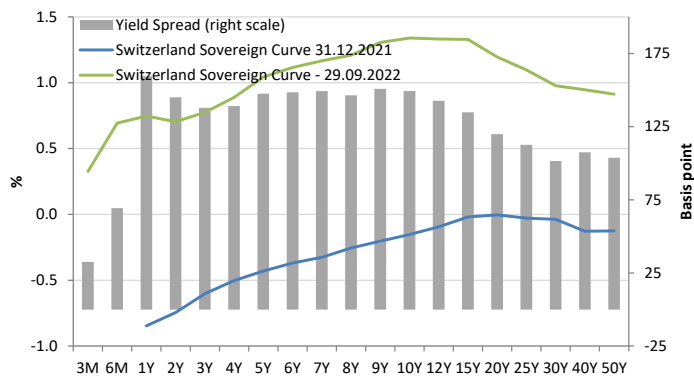


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Regain d'intérêt des obligations en francs suisses

L'évolution de l'inflation et les politiques monétaires des banques centrales ont été les principaux facteurs à l'origine du retour de la volatilité dans les marchés des capitaux. La stabilisation relative des données mensuelles d'inflation pendant l'été après les valeurs extrêmes des précédents mois n'a pas suffi à rassurer les marchés. La persistance de l'inflation sur un an à des niveaux élevés a pris le dessus, alors que les banques centrales ne ménageaient pas leurs efforts de communication pour souligner qu'elles feraient tout ce qui est en leur pouvoir pour contrôler l'évolution des prix. La chute des matières premières eu un impact positif sur l'inflation anticipée, qui a effectivement très sensiblement diminué, mais l'inquiétude est restée vive en raison de la politique affirmée des banquiers centraux focalisée sur la volonté de voir les chiffres d'inflation publiés démontrant que l'inflation ex-alimentation et énergie était bien sous contrôle avant un éventuel changement de politique. La deuxième partie du trimestre a ainsi été marquée par la prise en considération dans les courbes de rendement des attentes de resserrement monétaire. Aux Etats-Unis les rendements sur toutes les échéances ont bondi et dépassé l'objectif des taux directeurs fixé à 4.5% pour le 1er trimestre 2023. Ce trimestre était aussi sous haute tension en Suisse. 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 septembre restera dès lors marqué par l'ajustement extrême des taux à dix ans de la Confédération à près de 1.6%. Cette hausse brutale de la courbe des taux suisses nous semble prématurée dans le contexte conjoncturel suisse et dans la perspective d'une diminution des tensions inflationnistes en 2023. A ces niveaux, les rendements en francs suisses retrouvent un certain attrait pour les investisseurs suisses.

Courbe des taux de la Confédération



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

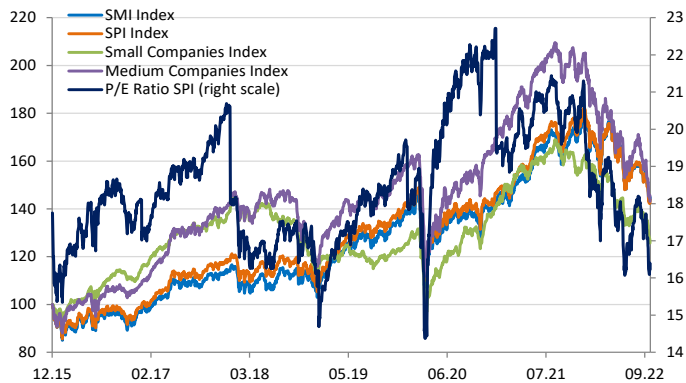
Une détente des rendements sera favorable aux actions

Les marchés actions ont été particulièrement sensibles et même très corrélés à l'évolution des taux d'intérêt au cours des dernières semaines. Le rebond boursier (+8%) enclenché à la fin juin correspondait en Suisse aussi au « top » à court terme des taux et s'est poursuivi durant le déclin jusqu'à la mi-août des rendements de 1.5% à 0.5%. La montée des incertitudes s'est avérée beaucoup moins liée aux résultats enregistrés par les entreprises cotées qu'à l'évolution de l'inflation et des taux. La remontée des taux à dix ans de 0.5% à 1.5% au cours des six dernières semaines a en effet été le facteur principal de la nouvelle correction de -10% des actions suisses.

Après deux séquences de « risk on », puis « risk off » pendant le trimestre, nous estimons que les actions suisses ne devraient plus autant être affectées négativement par le facteur taux d'intérêt au cours des prochains mois. Les actions suisses devraient profiter d'une diminution des anticipations inflationnistes et d'un certain fléchissement des rendements selon nous trop tendus dans le contexte présent. Une récession devrait être évitée, ce qui devrait permettre d'écarter des révisions de bénéfices majeures des sociétés pourtant toujours négativement affectées par la force du franc. Ce dernier facteur nous semble aussi devoir perdre en intensité contre l'euro.

Cet environnement devrait être moins défavorable à la prise de risque et motiver les investisseurs à s'intéresser à nouveau aux valeurs suisses internationales dont les valorisations se sont sensiblement ajustées. Le PE du SMI est désormais de 13.6x pour 2023 pour une croissance des bénéfices estimée à environ +9.5%.

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