

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



ACTIFS FINANCIERS SUISSES A NOUVEAU ATTRAYANTS

L'économie stagne au 4ème trimestre. Les risques de récession restent faibles. Le rebond de l'inflation ne semble pas durable. L'inflexion de la politique monétaire est reportée. Rendements obligataires attrayants. Perspectives positives pour les actions.

Points clés



- L'économie suisse au point mort au 4ème trimestre
- Perspectives réduites à +0.7% de croissance en 2023
- La demande intérieure soutient le PIB
- Indicateurs avancés un peu plus positifs
- Les doutes resurgissent en matière d'inflation
- La BNS devrait encore remonter de 0.5% ses taux directeurs
- Evolution des spreads défavorable au franc suisse
- Les rendements obligataires sont à nouveau attrayants
- Perspectives positives pour les actions suisses

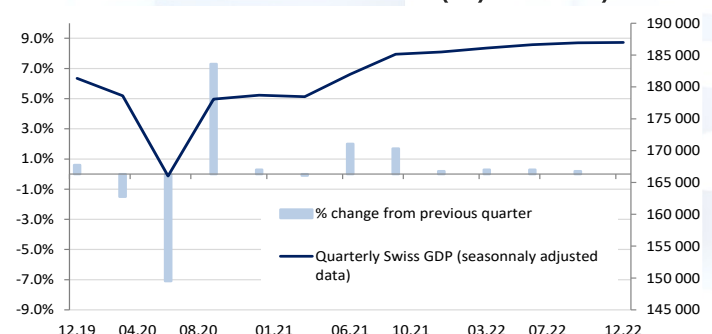
L'économie suisse au point mort au 4ème trimestre

Après une très légère progression de +0.2% au 3ème trimestre le PIB suisse stagne au 4ème trimestre (+0.0%). L'économie suisse ralenti donc en fin d'année sous la pression d'un contexte international à nouveau plus incertain. L'industrie manufacturière et les exportations souffre d'une conjoncture mondiale plus hésitante. C'est encore la demande intérieure qui soutient le PIB et lui permet de ne pas enregistrer de contraction. En 2022, les chiffres préliminaire de la croissance helvétique suggèrent un ralentissement de la croissance solide enregistrée en 2021 de +3.9% à +2.1%. Compte tenu de l'évolution des paramètres globaux en matière d'inflation, de l'évolution des politiques monétaires restrictives et de la hausse des coûts de financement en Suisse et à l'étranger, cette croissance du PIB de 2022 s'avère tout de même plus positive qu'on aurait finalement pu le craindre. Dans le contexte particulièrement difficile marqué aussi en Suisse par les impacts négatifs de la guerre en Ukraine et la hausse du franc suisse la conjoncture helvétique peut 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. L'appréciation en 2022 du franc contre la monnaie européenne notamment a constitué un frein non négligeable au développement des exportations suisse vers la zone euro. La Suisse résiste à une conjoncture internationale difficile, mais ne parvient pas à s'affranchir des effets d'une demande externe en déclin. Le résultat du dernier trimestre s'inscrit dans des séquences trimestrielles de développement du PIB proches de zéro encore insuffisantes pour maintenir une croissance annuelle proche de la moyenne historique. Cette performance s'est avérée inférieure aux attentes des économistes qui espéraient un comportement un peu meilleur de l'économie au 4ème trimestre.

En ce qui nous concerne, nous attendions ce tassement conjoncturel en fin d'année, le ralentissement conjoncturel annoncé depuis plusieurs trimestres continue ainsi de se matérialiser assez logiquement 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 en 2023. En 2022, l'économie suisse a malgré tout souffert indirectement de la situation tendue en Europe notamment sur le plan énergétique. Quelques effets de rattrapages se sont manifestés dans les secteurs de services et de la consommation privée malgré la hausse de l'inflation. Les perspectives pour 2023 seront affectées par un environnement économique international toujours incertain ne laissant que peu de chance au PIB suisse d'enregistrer une hausse sensible au-delà de +0.7%.

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

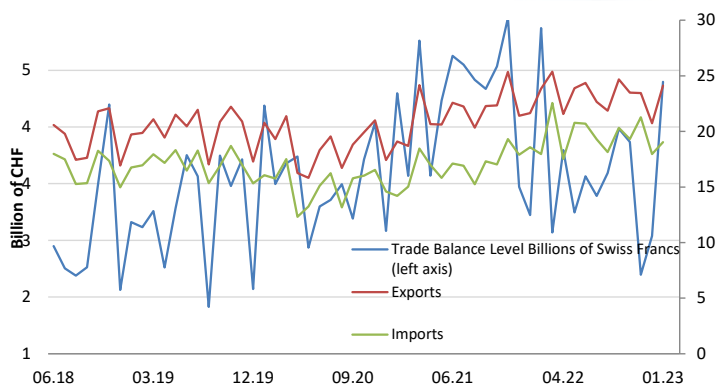


Source: Bloomberg, BBGI Group SA

La demande intérieure soutient le PIB

Malgré un niveau d'inflation encore supérieur à l'objectif de la BNS, la demande intérieure a effectivement plutôt bien résisté aux effets négatifs de la hausse des prix. La demande intérieure finale a progressé de +0.5% au 4ème trimestre poursuivant sa tendance solide du précédent trimestre. La croissance s'est avérée supérieure à la moyenne dans les investissements en biens d'équipement (+1.7%), notamment les ventes de véhicules ont été surprenantes grâce à l'amélioration des conditions en matière d'approvisionnement des chaînes de production. La hausse des taux d'intérêt semble avoir freiné le développement des investissements dans la construction (-0.5%). On observe notamment un déclin plus net de le segment commercial, alors que la construction résidentielle s'est bien tenue en reprenant une tendance haussière après plus de dix-huit mois de contraction. La consommation des ménages s'est avérée encore en déclin par rapport aux deux précédents trimestres plutôt solides (+1.4%, +0.7%), mais elle reste encore positive avec une progression de +0.3%, légèrement inférieure à sa moyenne. La croissance des services s'est avérée positive, alors que celle du secteur de détail suivait une hausse modeste, pour une progression globale du commerce de +0.4%. La consommation publique a aussi contribué positivement avec une hausse similaire de +0.3%. 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 poursuivent leur reprise post-covid et voient leur valeur ajoutée avancer de +1.5%, grâce notamment au retour des touristes étrangers pendant la période sous revue, mais restent encore très en dessous (-5%) de leur niveau de 2019. Du côté des services, le secteur financier a contrairement aux autres secteurs subi une contraction de -2.5% après une chute de -4.4% le trimestre précédent. Dans l'industrie manufacturière, la situation internationale plus tendue a eu un impact négatif au T4, le secteur s'est légèrement contracté de -0.3%. L'industrie chimique-pharmaceutique plus stable a poursuivi sa progression du précédent trimestre et avançait encore de +1.7%. Dans les autres secteurs, on observait un déclin assez généralisé qui a conduit à une nouvelle baisse des exportations de l'ordre de -0.9% (-5.9% au T3), alors que les importations se contractaient de -1-1%. Au cours du mois de janvier (+2.5%) la tendance s'est avérée positive, bien qu'en déclin par rapport à la forte progression de décembre (+5.7%). Les importations sont restées pendant le même temps plutôt stables avec des progressions limitées à environ +0.2%. La balance commerciale helvétique enregistre ainsi l'un de ses meilleurs résultats avec un surplus de 5.08 milliards de francs en janvier 2023.

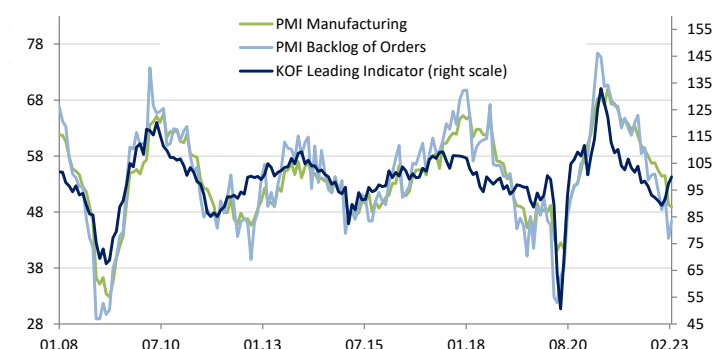
Balance commerciale, importations et exportations suisses



Indicateurs avancés un peu plus positifs

En début d'année 2023 les indicateurs avancés offrent quelques signes plus positifs. Le baromètre conjoncturel du KOF s'est un peu repris et retrouve en février sa moyenne historique de 100 après trois mois consécutifs de hausse. Il renverse sa tendance baissière entamée au printemps 2021 pour rebondir nettement de son plus bas niveau depuis 2015 hors contexte de pandémie du 2ème trimestre 2020. Le rebond de l'indicateur avancé du KOF contraste positivement avec les risques perçus et suggère une amélioration bienvenue des perspectives en Suisse. L'activité dans le secteur manufacturier semble enfin s'améliorer et contribue largement à ce résultat, mais les données dans les segments consommation, exportation et finances évoluent également favorablement.

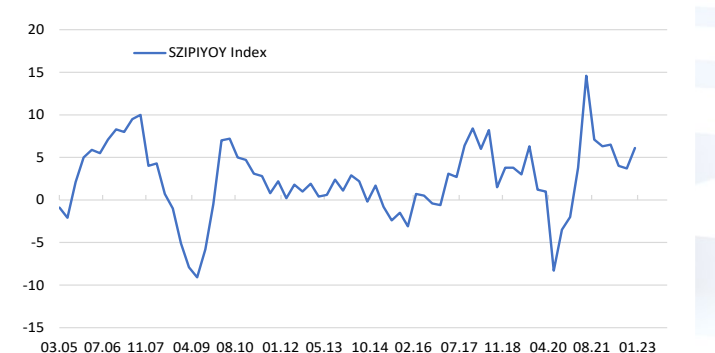
Indicateurs PMI et KOF



Dans l'industrie manufacturière la situation est jugée positive notamment en ce qui concerne l'évolution des carnets de commande et la situation concurrentielle. Mais les indicateurs PMI manufacturiers ne s'améliorent pas encore comme le suggère la dernière baisse à 48.9 en février. La confiance des consommateurs publiée par le SECO suggère pourtant une amélioration du sentiment qui rebondi aussi de ses points bas extrêmes de décembre (46.5) pour s'établir à -30.2. L'image est aussi positive dans l'enquête du CS qui montre une amélioration très forte de la perception des perspectives économiques dans le rebond de son indicateur en hausse de -40 à -12.3 en février.

Globalement, les indicateurs avancés restent incertains et n'annoncent pas encore une nette reprise conjoncturelle dans notre pays, alors que les ventes de détails se sont avérées légèrement moins négatives en janvier (-2.2%) qu'attendu et que la production industrielle de décembre était en progression de +6.0% au T4 2022.

Production industrielle



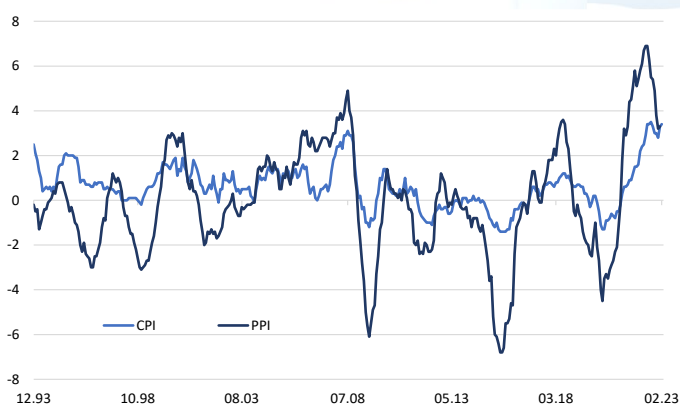
Les doutes resurgissent en matière d'inflation

L'évolution récente de l'inflation en Suisse surprend les observateurs en janvier et février. La hausse mensuelle de février de +0.7% a en effet largement surpris les économistes (+0.5%) qui s'attendaient à un nouveau déclin sur un an à +3.1% de l'indice CPI (+3.3%). La hausse à +3.4% s'est ainsi avérée plus forte qu'escomptée. La surprise est notamment venue de la hausse des tarifs aériens, des prix des voyages, de l'essence et des loyers. L'inflation hors alimentation et énergie s'est établie à +2.4% dépassant l'objectif de la BNS sensiblement pour la première fois. Le taux d'intérêt de référence des loyers pour les contrats de bail est pourtant resté inchangé à 1.25%, ce qui devrait limiter la contribution des loyers à une prochaine hausse de l'inflation. L'évolution du franc suisse contre l'euro et le dollar n'a pas eu d'impact spécifique notable au cours des deux derniers mois plutôt stables, le franc s'est en effet déprécié de -1.95% contre le dollar US et de -0.6% contre l'euro. Le facteur devise n'a ainsi pas contribué à contenir l'évolution des prix dans notre pays au cours des derniers mois. Le régime d'inflation mensuelle qui était de l'ordre de +0.7% jusqu'en juin 2022 avait chuté à 0% par mois à la fin décembre laissant espérer une amélioration notable des indices de prix pour le 1er semestre 2023. Les deux dernières statistiques publiées en janvier et février vont logiquement relancer les incertitudes et la perception des risques d'une reprise de l'inflation.

En termes de prix à la production, la situation est restée plus favorable, car depuis le pic de juin à +6.9%, ceux-ci ont en effet encore glissé ces derniers mois en comparaison annuelle pour tomber à +3.3% à la fin février et ne représentent ainsi plus la même menace pour les entreprises. Nous estimons que cette évolution devrait favoriser le 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.

En comparaisons nationales, l'inflation suisse reste très largement en deçà de celle du Royaume-Uni, de la zone euro et des Etats-Unis, qui suivent aussi une tendance similaire à la Suisse en termes de régime d'inflation. Nous estimons que le ralentissement conjoncturel attendu abaissera les tensions sur les prix au moment où les effets de la baisse des cours des matières premières agricoles commenceront à se transmettre dans la chaîne de valeurs et dans les prix à la consommation, ce qui contribuera à la poursuite de la diminution de l'inflation. Par ailleurs, un hiver plus clément a permis d'éviter le scénario d'une crise d'approvisionnement de gaz, ce qui devrait aussi permettre aux prix de l'énergie de refluer.

CPI & PPI -Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La BNS devrait encore remonter de 0.5% ses taux directeurs

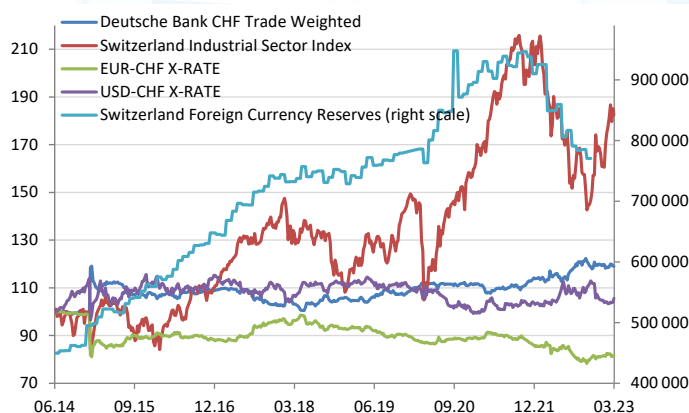
Depuis le changement de politique monétaire opéré par la BNS le 15 juin 2022, la banque centrale suisse est désormais plus focalisée sur son objectif primaire historique qui est d'assurer la stabilité des prix en Suisse que de piloter le franc suisse. Une appréciation du franc est même désormais considérée comme favorable à la mise en œuvre de sa politique de contrôle de l'inflation. Elle s'est engagée avec une certaine fermeté depuis juin 2022 en remontant ses taux directeurs de 175pdb à 1% en décembre. Elle devrait certainement encore procéder à un nouveau relèvement de ses taux directeurs de 0.5% le 23 mars, lors de sa prochaine réunion, pour les porter à 1.5%. Il est aussi probable qu'elle décide encore en juin une nouvelle hausse similaire pour atteindre le niveau de 2% correspondant par ailleurs à son objectif d'inflation.

Les derniers chiffres d'inflation de février pourraient cependant faire craindre une résilience supérieure de l'inflation et pousser la BNS à agir plus significativement en mars par une hausse de 0.75%. Nous estimons toutefois que la tendance reste suffisamment incertaine pour que la BNS ne prenne pas un risque immédiat de resserrement trop sévère qui pourrait s'avérer excessif alors que la croissance économique est désormais au point mort en Suisse. Celle-ci devrait selon nous suivre sa politique de hausse de 0.5% et remettre à plus tard le moment de la prochaine inflexion.

Evolution des spreads défavorable au franc

Les politiques monétaires restent dans la plupart des pays orientées à la hausse. Le prochain relèvement de taux de la BNS, mais plus probablement les deux prochaines séquences de hausses de taux directeurs, ne seront pas supérieures à celles qui seront mises en œuvre dans les prochains mois par la FED, la BCE ou la BoE. Nous estimons en particulier que la BNS ne suivra pas le même chemin de hausses de taux directeurs que celui de la BCE, qui doit faire face à une situation plus dramatique que celle de la Suisse en matière d'inflation. 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 encore d'environ 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

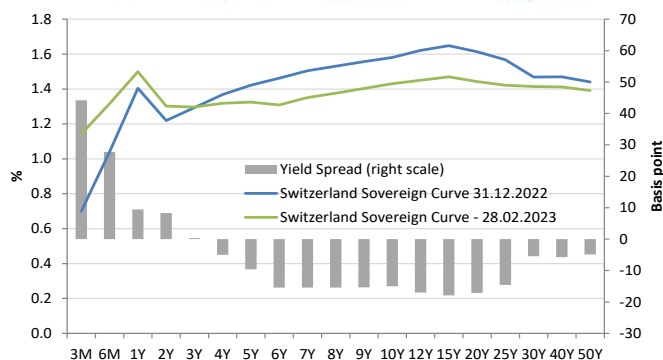


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les rendements obligataires sont à nouveau attrayants

La corrélation reste élevée entre les marchés de capitaux qui fluctuent encore assez largement au diapason des statistiques économiques américaines et des attentes en matière de politique monétaire de la Réserve fédérale. Le marché suisse n'échappe pas à cette corrélation comme d'autres marchés. Malgré des cycles économiques distincts et des politiques monétaires diverses, l'évolution moins favorable qu'attendue de l'inflation dans la plupart des pays a relancé les incertitudes en matière de politiques monétaires. En Suisse aussi, les statistiques de janvier et de février en matière d'inflation ont relancé les spéculations d'un durcissement de la politique menée par la BNS. Alors que les anticipations étaient auparavant plus modérées et soutenues par une inflation mensuelle proche de zéro, l'ajustement opéré depuis a provoqué un ajustement de 50 pdb des rendements sur la plupart des échéances. Ors que les anticipations des taux directeurs de la BNS sont désormais à 1.5%, les rendements de la Confédération à deux ans comme ceux des obligations à 10 ans ont atteint également 1.5%. Nous avons déjà annoncé que la hausse brutale de la courbe des taux suisses en fin d'année nous semblait prématurée dans le contexte conjoncturel suisse et dans la perspective d'une diminution des tensions inflationnistes en 2023. Nous considérons alors que ces niveaux de rendements constituaient des opportunités pour les investisseurs suisses qui en avaient été privés depuis 2014 si l'évolution de l'inflation restait en tendance baissière. Aujourd'hui, la hausse des taux directeurs projetée pour le 1er semestre d'environ 1.5% à 2% est déjà proche du niveau observé de l'ensemble de la courbe de taux gouvernementaux. Nous estimons que ceux-ci ont donc atteint un niveau probable de stabilisation dans le contexte de ralentissement économique actuel et d'une prochaine baisse des tensions inflationnistes. Dans ce contexte, les obligations suisses offrent de nouvelles perspectives attrayantes.

Courbe des taux de la Confédération



Source: Bloomberg, BBGI Group SA



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: +41 22 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch