

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PERSPECTIVES PLUS FAVORABLES APRES UNE DERNIERE HAUSSE DE TAUX DE LA BNS EN 2023

Coup de frein à la croissance du PIB. Stabilisation de l'inflation en dessous de 2%. Fin prochaine du cycle de hausse des taux directeurs. Faiblesse potentielle du franc suisse. Stabilisation des rendements. Relance haussière pour les actions.

Points clés



- Coup de frein net au T2 pour l'économie suisse qui voit son PIB réel ajusté des variations saisonnières stagner
- Consommation privée et exportations de services en hausse
- Indicateurs avancés toujours peu encourageants
- L'inflation se stabilise en dessous de l'objectif de +2% de la BNS
- Politique de la BNS plus restrictive qu'il n'y paraît
- Ecart de rendements défavorables au franc
- Stabilisation des taux et faible potentiel de gains en capital
- Relance de la tendance haussière pour les actions

Coup de frein net au T2 pour l'économie suisse qui voit son PIB réel ajusté des variations saisonnières stagner (0%)

L'économie suisse avait débuté l'année 2023 de manière plutôt surprenante et finalement en assez nette reprise après un dernier trimestre 2022 de stagnation du PIB (0%). Le PIB du 1er trimestre 2023 faisait initialement état d'une progression de +0.5%, corrigée à seulement +0.3% ultérieurement, après correction des événements sportifs, qui dépassait tout de même la prévision des économistes d'une très légère croissance de +0.1% en début d'année. Après ce début d'année plutôt surprenant, le PIB de la Suisse au T2 a subi un très net coup de frein et n'enregistre à la fin juin aucune progression sur trois mois. En rythme annuel, l'évolution de l'économie suisse reste positive mais décline pour n'atteindre qu'une hausse modérée de +0.5%. L'économie suisse s'est ainsi avérée nettement plus faible qu'attendue avec un soutien globalement limité du secteur des services, la plupart des autres composantes apportant une contribution plutôt négative. La création de valeur dans l'industrie a sensiblement été réduite, alors que l'activité des services enregistrait un développement supérieur à la moyenne. Le début d'année favorable de l'industrie s'est ainsi assez largement renversé au T2 avec une chute de -2.9% de

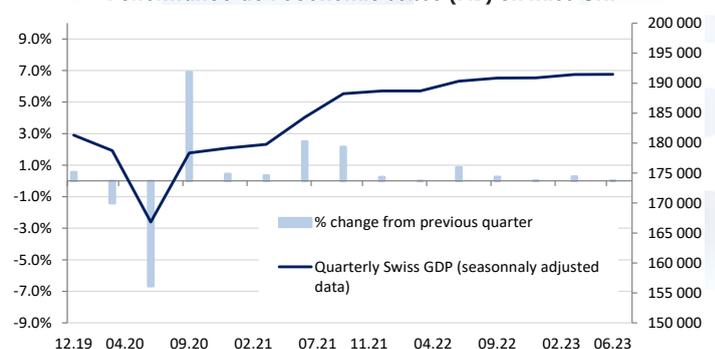
l'activité. Le secteur chimie-pharmacie était également en repli de -2.3%.

La demande intérieure finale en hausse a soutenu le PIB grâce notamment à une bonne tenue de la consommation privée en progression de +0.4%. Un ralentissement de la croissance en 2023 était assez largement attendu, il se matérialise maintenant alors que certains partenaires économiques européens importants subissent des difficultés persistantes affectant également la dynamique helvétique. L'économie suisse faiblit un peu plus que l'ensemble de la zone euro au T2 (+0.1%) après révision des données initiales et réalise un parcours identique à celui de l'économie allemande (+0%) sur la période sous revue.

L'évolution trimestrielle de notre PIB s'inscrit dans des séquences trimestrielles de développement du produit intérieur brut toujours proches de zéro et par conséquent encore insuffisantes pour maintenir une croissance annuelle proche de la moyenne historique. Les perspectives pour les prochains mois resteront affectées par un environnement économique international toujours incertain, avec toutefois une diminution des risques liés à l'inflation et aux politiques monétaires.

Nos prévisions de croissance annuelle du PIB suisse étaient au début de l'année et en fin de 2ème trimestre de +0.7% en 2023, mais le résultat de ce 2ème trimestre remet un peu en question cette performance attendue pour l'année. Le trimestre en cours et le suivant devraient être légèrement positifs (+0.2%) ce qui pourrait être insuffisant pour permettre une hausse du PIB de l'ordre de +0.7% sur l'ensemble de 2023.

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

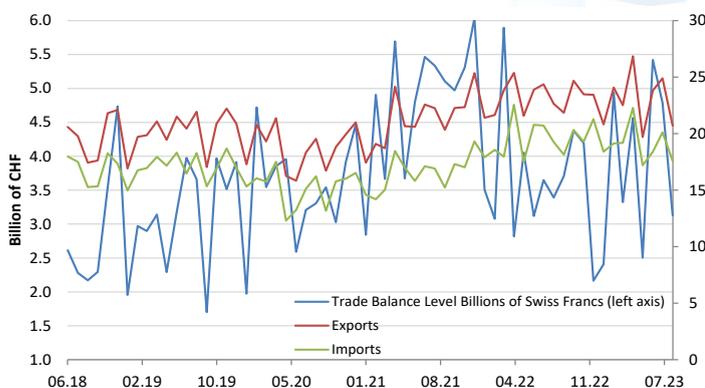


Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Consommation privée et exportations de services en hausse

La consommation des ménages s'est avérée relativement résiliente malgré un environnement de taux d'intérêt moins favorable qu'au cours des années précédentes. La politique monétaire de la BNS a renforcé les tensions sur les taux d'intérêt au cours des derniers mois avec des effets sur le coût de financement des ménages et des entreprises qui ne sont pas négligeables. La transmission sur les loyers est encore limitée et pourrait s'accroître en fin d'année. Dans un tel contexte, la hausse de +0.4% de la consommation privée était satisfaisante bien qu'en partie soutenue par la hausse des dépenses de logement et des services, notamment dans le domaine de la santé. La progression du nombre de touristes a permis une augmentation très sensible de la valeur ajoutée dans l'hôtellerie-restauration (+5.2%). Cette tendance pourrait bien se poursuivre au T3, grâce à un été particulièrement ensoleillé et une fréquentation certainement en hausse des touristes étrangers. Les autres secteurs des services ont pour la plupart également enregistré une hausse au 2e trimestre. Dans les secteurs de la santé et du social (+0.8 %), des services aux entreprises (+0.7 %) et des activités récréatives (+0.7 %), la création de valeur a grimpé. Elle a par contre stagné dans la branche des transports et communications; alors que le transport de personnes a augmenté, le transport des marchandises a reculé. Dans le domaine des services financiers (+0.0 %), la création de valeur s'est stabilisée après avoir connu plusieurs trimestres consécutifs de repli. Les opérations de commissions ont notamment montré des signes d'embellie dans le sillage de l'accroissement des exportations de services financiers. Le commerce de détail, quant à lui, a affiché une légère baisse (-0.4 %). Grâce au commerce de gros et au commerce d'automobiles, le commerce clôt néanmoins le trimestre sur un résultat supérieur à la moyenne (+2.1%). L'un dans l'autre, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB a été positive au 2e trimestre. La baisse des exportations de marchandises a été compensée par l'augmentation des exportations de services (+2.6 %) et le recul des importations de biens et de services (-3.7 %). Le secteur de la construction a subi un coup de frein net avec un recul de -0.7 % lié à la baisse des chiffres d'affaires dans tous les segments du bâtiment et génie civil. Les investissements dans la construction ont également été impactés négativement par la hausse des coûts de financement et se contractaient de -0.8 %. Les investissements en biens d'équipement ont eux aussi connu un fléchissement global de -3.7 % en partie dû à la faiblesse du secteur informatique. L'industrie manufacturière (-2.9 %) subit aussi les effets du franc fort dans un contexte international négatif pour les branches de l'industrie sensibles à la conjoncture, comme l'industrie des machines. Par conséquent, les exportations de marchandises ont aussi reculé (-1.2 %).

Balance commerciale, importations et exportations suisses

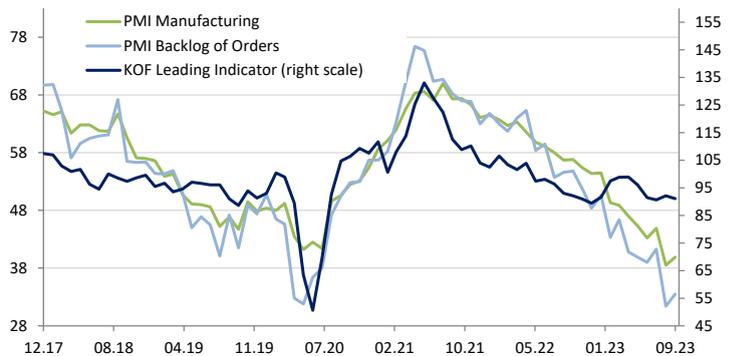


Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Indicateurs avancés toujours peu encourageants

Les indicateurs avancés avaient tout d'abord progressé au cours des premiers mois de l'année, mais ils ont plutôt eu tendance ensuite à replonger au cours du 2ème trimestre et pendant l'été. Le baromètre conjoncturel du KOF s'était en revanche repris en remontant à 99 en mars, mais il s'est ensuite à nouveau dégradé et reste très peu encourageant à la fin août avec une valeur de 91.1 pratiquement la plus faible depuis juillet 2020.

Indicateurs PMI et KOF

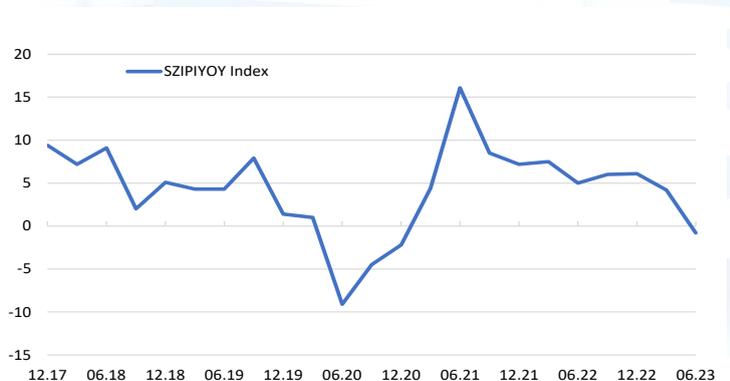


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La dégradation des conditions économiques en Suisse semble toucher plus fortement encore le secteur industriel à l'image de l'indicateur PMI manufacturiers qui chute encore un peu plus pendant l'été et termine à 39.9 à la fin août, son plus bas niveau historique et sensiblement en dessous de son point bas précédent de avril 2020 de 41.2. L'indicateur avancé du secteur manufacturier est désormais en déclin depuis juillet 2021, alors que la vigueur du franc suisse ajoute une pression nouvelle et pénalise la compétitivité des sociétés industrielles helvétiques. L'indicateur des nouvelles commandes est également plutôt inquiétant et suggère une faible probabilité d'amélioration au cours des prochains mois.

La confiance des consommateurs publiée par le SECO suggère de son côté une amélioration du sentiment des ménages, mais celle-ci n'est de loin pas au beau fixe et reste très négative (-29.7) pour le T3. L'image est similaire dans l'enquête du CS qui montre une rechute de la confiance et de la perception des perspectives économiques (-38.6). Globalement, les indicateurs avancés restent toujours très incertains et n'annoncent pas encore la perspective d'une nette reprise conjoncturelle dans notre pays, alors que les ventes de détails glissent de -2.2% en juillet sur un an et que la production industrielle est à nouveau négative au T2 (-0.8%) sur un an.

Production industrielle



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation se stabilise en dessous de l'objectif de +2% de la BNS

L'inflation publiée en Suisse pour le mois d'août confirme la tendance à une nette amélioration de l'évolution des prix dans notre pays. Avec une hausse modérée de seulement +0.2%, l'indice CPI suisse s'inscrit dans la droite ligne de notre prévision faite en juillet 2022 d'un retour probable à l'été 2023 d'un niveau raisonnable d'inflation dans notre pays. En effet, nous évoquons alors qu'un nouveau régime d'inflation se mettrait en place selon nous dès le 2ème semestre 2022, qui serait très sensiblement inférieur à celui qui avait prévalu au cours des six premiers mois. Nous évoquons alors l'idée que la hausse des prix pouvait se limiter à +2.2%/an dès le mois de juin 2023 si nos anticipations de déclin à un rythme moyen d'environ +0.2%/mois se maintenaient suffisamment longtemps. L'évolution de l'inflation en Suisse est pour beaucoup une bonne surprise, mais cette nouvelle dynamique plus lente confirme seulement notre analyse et augure d'ailleurs favorablement pour les prochains mois. L'indice CPI en rythme annuel est ainsi à peine de +1.6% et se situe déjà en dessous de l'objectif de la BNS. L'indice des prix à la consommation hors énergie et alimentation passe aussi en dessous de l'objectif fixé par la BNS de +2% ce qui constitue un excellent résultat pour l'action de notre banque centrale, qui peut se targuer d'avoir contrôlé la hausse des prix dans notre pays. Ces développements pourraient motiver la BNS à retenir sa prochaine hausse de taux le 21 septembre, mais elle décidera peut-être d'un dernier tour de vis avant d'entamer une pause dans son cycle de hausse de taux directeurs. Nous estimons que l'inflation suisse devrait rester modérée en fin d'année et réduire les risques de tensions sur les taux d'intérêt. Néanmoins, le taux d'intérêt de référence des loyers pour les contrats de bail qui était resté inchangé à 1.25% a finalement été ajusté de 0.25% pour la première fois depuis 15 ans et s'est établi désormais à 1.5%. Officiellement, une hausse de 0.25% du taux de référence autorise les bailleurs à ajuster les loyers de +3%. Cet ajustement ne concernera pas tous les loyers, mais pourrait logiquement avoir un effet à terme sur l'inflation par la hausse des loyers, en particulier si la hausse du taux de référence devait se poursuivre lors des prochaines publications les 1er septembre et 1er décembre prochains. La baisse de l'euro face au franc suisse de -2% et une stabilité du dollar n'ont pas eu d'impact sur les prix au cours du trimestre. Le facteur devise n'a ainsi pas contribué de manière majeure à contenir l'évolution des prix dans notre pays au cours des derniers mois. En termes de prix à l'importation et à la production, la situation s'est avérée plus rapidement favorable, car depuis le pic de juin 2022 à +6.9%, l'indice PIP a régulièrement décliné pour passer en territoire négatif indiquant une baisse des prix depuis trois mois déjà.

CPI & PPI -Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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. L'inflation suisse montre une dynamique baissière nettement supérieure à celle de la zone euro et des Etats-Unis. Nous estimons que le ralentissement conjoncturel global attendu abaissera les tensions sur les prix au moment où les effets de la baisse des cours des matières premières agricoles notamment commenceront à se transmettre dans les prix à la consommation, ce qui contribuera à la poursuite de la diminution de l'inflation de manière plus sensible en Suisse dans un contexte national marqué par une stabilité des salaires et une très légère hausse du chômage de 1.9% à 2%.

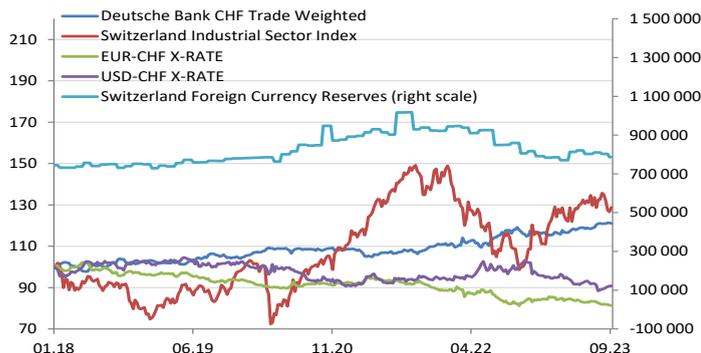
Politique de la BNS plus restrictive qu'il n'y paraît

La BNS semble toujours préoccupée par le niveau de l'inflation malgré le déclin pourtant très net des indices de prix qui ont poussé le CPI annuel (+1.6%) en dessous de son objectif (+2%). Elle envisage toujours de nouvelles hausses pour s'assurer du contrôle du niveau des prix en dessous de 2%. Pourtant, les hausses de salaires dans les douze prochains mois devraient rester contenues à environ 2% selon les dernières estimations du KOF. La hausse récente du franc continue aussi de favoriser un contrôle des prix importés en déclin de -0.6% sur un an. La BNS conserve un biais haussier, alors qu'elle apparaît désormais beaucoup plus pessimiste sur l'évolution prochaine de l'inflation que l'ensemble des économistes suisses. Avec une prévision de +2.2% pour 2024, celle-ci est en effet très au-dessus de l'estimation de seulement +1.5% du consensus. Avec des taux directeurs (1.75%) au-dessus de l'inflation publiée pour juillet de +1.6%, la BNS pourrait déjà considérer que son action a été couronnée de succès sans envisager de nouvelles hausses dans l'immédiat, le consensus s'attend en effet à une nouvelle hausse de 0.25% à 2% en septembre. D'autant qu'en un an de resserrement monétaire, la BNS a également été très active à la réduction de la taille de son bilan. Les réserves de changes qui avaient atteint 946 Mrds. de francs en janvier 2022 ont été drastiquement réduites de -26% en dix-huit mois à 694 Mrds. Par ailleurs, le total des dépôts à vue a aussi chuté de -40% de 754 à 459 Mrds. La politique monétaire de la BNS est plus restrictive qu'il n'y paraît également en comparaison avec celle de la Réserve fédérale qui n'a réduit la taille de son bilan que de -8%. La résilience de l'économie suisse est remarquable à ce jour, mais l'évolution du PMI manufacturier en chute libre suggère un retour des difficultés qui ne devrait pas laisser indifférente la BNS. Nous estimons donc que les taux directeurs devraient être abaissés bien avant le 4ème trimestre 2024, comme elle l'envisage pour l'instant.

Ecart de rendements défavorables au franc

Nous estimons que la BNS pourrait désormais réduire ses achats de francs suisses et laisser les différentiels de taux d'intérêt agir comme principal vecteur de flux de devises. Dans ce contexte, l'écart de rendements entre les taux à 10 ans de la Confédération et du Bund allemand de 95pbp est pratiquement son plus haut niveau depuis 2012. Cette constatation est similaire sur les divers points de la courbe relative des rendements. L'évolution des écarts de taux nominaux avec ceux du Trésor américain avaient déjà atteint un nadir en novembre 2022 à près de 300 pbp et se sont progressivement réduits à 225 pbp aujourd'hui. Ils restent toutefois suffisamment attractifs pour favoriser une hausse de l'intérêt des investisseurs suisses pour les actifs américains, qui pourrait soutenir une hausse du taux de change, surtout si la baisse de l'inflation US se poursuit.

Taux de change et réserves de la BNS

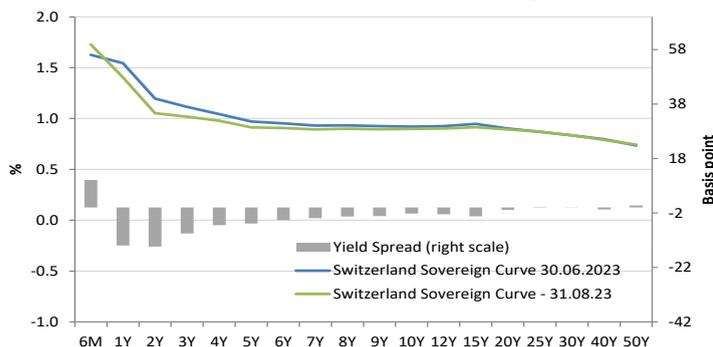


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Stabilisation des taux et faible potentiel de gains en capital

Le rendement à dix ans de la Confédération se stabilise autour de 1% depuis plusieurs mois, sensiblement en dessous du taux de 1.6% en juin 2022 au pic de l'inflation annuelle. Le déclin de l'inflation a donc permis une baisse et une stabilisation des rendements. Les taux à dix ans de la Confédération ont chuté en 2023 de 0.6% avec la baisse de l'inflation, ce qui implique une courbe de taux inversée de plus de 70 pnb exclusivement en raison de taux à court terme (1.7% six mois, 1.2% douze mois) liés aux taux directeurs élevés de la BNS. Nous avons déjà annoncé que la hausse brutale de la courbe des taux suisses en fin d'année 2022 nous semblait prématurée dans le contexte conjoncturel suisse et dans la perspective d'un nouveau régime d'inflation plus faible. Nous considérons que les courbes de taux présentaient des opportunités de rendement et de gain en capital pour les investisseurs suisses qui avaient été privés de rendement depuis 2014. Désormais, nous anticipons une stabilisation des courbes de taux et peu de probabilités de gains additionnels en capital.

Courbe de taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Relance de la tendance haussière pour les actions suisses

Le marché des actions suisses est resté très indécis au cours de l'été, pénalisé notamment par la force du franc suisse et une politique monétaire toujours restrictive. Les données et statistiques macroéconomiques publiées n'ont pas permis de créer un enthousiasme favorable aux valeurs de la cote suisse affectées également par le ralentissement conjoncturel dans notre pays et dans les autres pays européens partenaires économiques. Suite à une progression de près de +10% des indices boursiers entre la mi-mars et la mi-mai, une consolidation s'est matérialisée aussi bien sur les indices « small & mid cap » que sur les indices représentant les plus grandes capitalisations boursières avec comme arrière-plan la montée des incertitudes pour le secteur manufacturier et pour les exportations suisses. La hausse du franc a aussi affecté la compétitivité de certains de produits et services exportés, mais elle contribue aussi à la diminution des estimations de profits exprimés en francs suisses. Nous estimons que la perspective d'une inflation en déclin, d'une fin de cycle de hausse de taux directeurs et d'une baisse du franc devraient constituer des facteurs de soutien d'une relance de la tendance haussière pour les actions suisses. Les attentes de bénéfices pour l'année 2024 pour le SMI sont globalement de +13% et +12.8% respectivement pour le SPI, nous estimons que les entreprises seront en mesure de maintenir leurs marges et de réaliser de meilleurs résultats qu'attendu. En termes de valorisations, les ratios cours/bénéfices pour l'année 2024 sont de 15.3x pour le SMI et de 15.9x pour le SPI. Les perspectives pour le marché suisse sont positives pour 2024, notamment les valeurs secondaires (moyennes et plus petites valeurs) dont le comportement boursier devrait surperformer celui des « blue chips ».

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 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