

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



ASSOUPLISSEMENT MONETAIRE ET HAUSSE DES PROFITS DES SOCIETES SUISSES DE +12% EN 2024

Ralentissement conjoncturel au T4. Inflation proche de zéro. Assouplissement monétaire au T2 2024. Ecart de rendements historiques défavorables au franc. Rendements obligataires inférieurs à 1%. Nette hausse des profits des sociétés en 2024.

Points clés



- Un T3 meilleur, mais sujet à caution
- Ralentissement attendu au T4
- Résilience fragile de la consommation des ménages
- Indicateurs avancés toujours peu enthousiasmants
- Il n'y a plus d'inflation en Suisse depuis neuf mois
- Assouplissement monétaire de la BNS attendu au T2 2024
- Ecart de rendements historiques défavorable au franc
- Baisse des rendements obligataires en dessous de 1%
- Croissance des profits supérieure à +10% en 2024

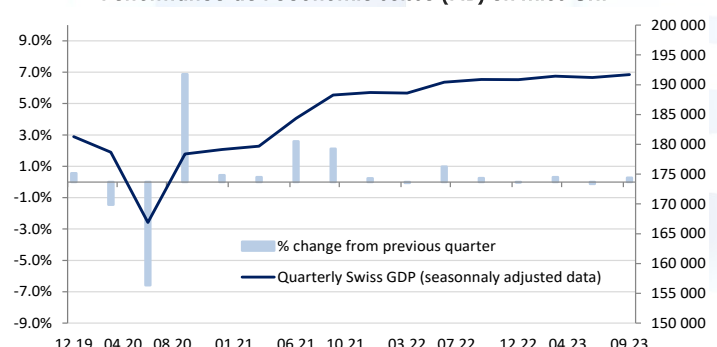
Un T3 meilleur mais sujet à caution après une révision du T2 montrant finalement une contraction du PIB helvétique

La croissance du PIB annoncée par le SECO pour le 3ème trimestre 2023 fait état d'un rebond de l'activité économique de +0.3% dans notre pays. Ce résultat reste inférieur à la moyenne historique et nous semble sujet à caution après la révision du taux de croissance du 2ème trimestre indiquant désormais une contraction de -0.1% de l'économie suisse. Depuis plusieurs trimestres, il semble de plus en plus clair que la dynamique conjoncturelle dans notre pays a marqué le pas, aussi bien en raison des difficultés rencontrées par nos principaux partenaires économiques en Europe qu'en raison de la politique monétaire restrictive menée par la BNS. La hausse des taux d'intérêt et des coûts de financement affecte désormais plus nettement les ménages et les entreprises qui restent prudents sur les perspectives pour 2024 et qui traduisent leur incertitude et leur manque de confiance par des dépenses plus contrôlées. Après le recul de -0.1% du PIB à la fin juin, la croissance de +0.3% au T3 est une surprise positive pour la plupart des économistes qui n'attendaient qu'une légère progression de +0.1%. En glissement annuel, le PIB suisse marque pourtant le pas en n'avançant que de +0.3%, un résultat qui s'avère inférieur aux attentes (+0.5%).

L'économie suisse reste selon nous très affectée par un environnement international morose et par une hausse du franc qui continue d'affecter les perspectives du secteur manufacturier. En l'absence d'une meilleure visibilité sur l'évolution prochaine des taux directeurs et de l'inflation, les agents économiques suisses restent prudents. La création de valeur a ainsi logiquement stagné dans l'industrie alors que le secteur des services restait mieux orienté. L'industrie chimique et pharmaceutique, moins exposée aux fluctuations internationales, a pourtant avancé de +1.2%, grâce à des évolutions positives de son chiffre d'affaire et des exportations en hausse. Les branches industrielles sensibles à la conjoncture internationale telles que les machines et les métaux n'ont que très peu progressé. Les exportations en nette hausse de +6.2% ont en fait profité du commerce de transit, tandis que les importations ne progressaient que de +0.7%, en raison d'une demande intérieure plutôt faible.

Dans le segment des services, ce sont surtout les secteurs de la santé (+0.7%) et du commerce (+1.1%) qui ont renforcé la demande intérieure. Parmi les contributions négatives on retrouve les services aux entreprises et l'hôtellerie-restauration (-3.7%) qui ont connu un tassement net de l'activité. Globalement, les services peinent à tirer la demande intérieure finale, qui ne progresse donc pas (+0.0%) dans ce contexte international également très anémique. Du côté de la consommation privée, malgré un sentiment toujours mitigé des ménages, on observe tout de même une très légère hausse de +0.2% qui reste extrêmement faible. Les dépenses publiques ont parallèlement enregistré une hausse de +0.5% appréciable mais toujours en dessous de sa moyenne historique.

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



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Finalement, les investissements dans la construction ne sont pas encore très affectés par la hausse des taux et parviennent même à avancer de +0.2%, alors que les investissements en biens d'équipement subissent une contraction de -1.1%.

L'économie suisse semble en première analyse en mesure de résister à la faiblesse de la conjoncture mondiale qui a déjà entraîné une contraction de la zone euro. Cependant, nous estimons que sa dynamique est extrêmement fragilisée par la force du franc et par les risques croissants de fléchissement des exportations. Dans ce contexte pas aussi positif qu'il n'y paraît, le consensus des prévisionnistes estime encore que la croissance du PIB sera de +0.8% en 2023, grâce notamment à une hausse de +0.2% attendue encore au 4ème trimestre de l'année.

Résilience fragile de la consommation des ménages

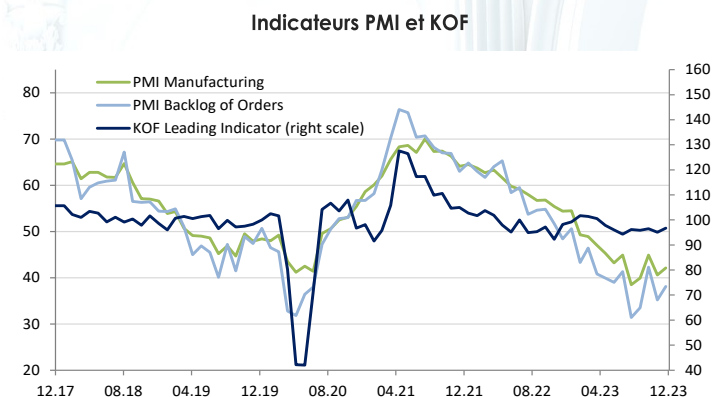
La consommation des ménages résiste avec une très légère progression de +0.2%, inférieure à celle du trimestre précédent (+0.4%). Elle semble toujours relativement résiliente malgré un environnement de taux d'intérêt moins favorable. La politique monétaire de la BNS a renforcé les tensions sur les taux 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 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. Les dépenses publiques ont à nouveau soutenu le PIB avec une hausse de +0.5% qui reste substantielle et bienvenue dans l'environnement présent. L'un dans l'autre, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB a été positive au 3e trimestre. Le niveau des exportations de marchandises ne semble pas avoir été trop affecté pendant la période par la hausse du franc. En effet, la hausse de +6.2% des ventes à l'étranger est une bonne surprise, alors que les importations de biens et de services n'ont que faiblement progressé (+0.7%). Le secteur du génie civil se contracte légèrement (-0.3%) tandis que la construction avance globalement de +0.2%.

La situation du commerce extérieur s'est pourtant sensiblement dégradée en début de 4ème trimestre. La valeur des exportations suisses a en effet chuté de -7.2% en octobre, renversant totalement la tendance positive du mois précédent (+3.6%). Le déclin des importations (-3.1%) en octobre fait suite à une baisse de -1% déjà enregistrée en septembre. L'économie suisse est donc bien sur une tendance plus difficile pour le secteur exportateur, même si on peut tout de même se

réjouir d'une reprise des ventes de montres suisses de +5.1% sur un an, grâce notamment à la progression de la demande en Chine (+24.3%) et à Hong Kong (+17.4%).

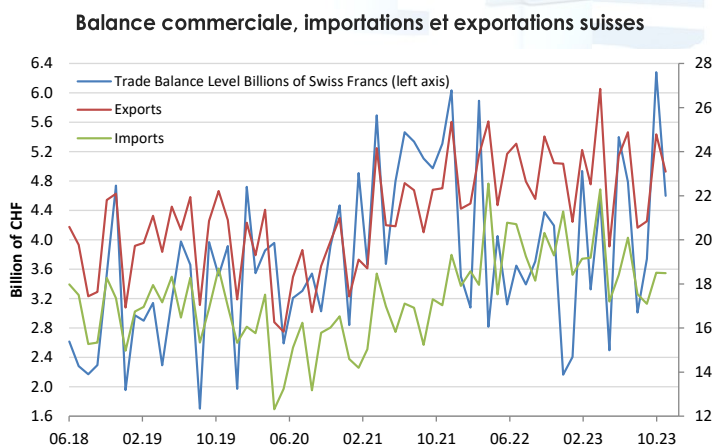
Indicateurs avancés toujours peu enthousiasmants

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 un peu repris en remontant à 99 en mars, mais il s'est ensuite à nouveau dégradé et s'est stabilisé depuis au-dessus de 95. La reprise timide en novembre ne semble pas encore un signe de renversement de tendance.

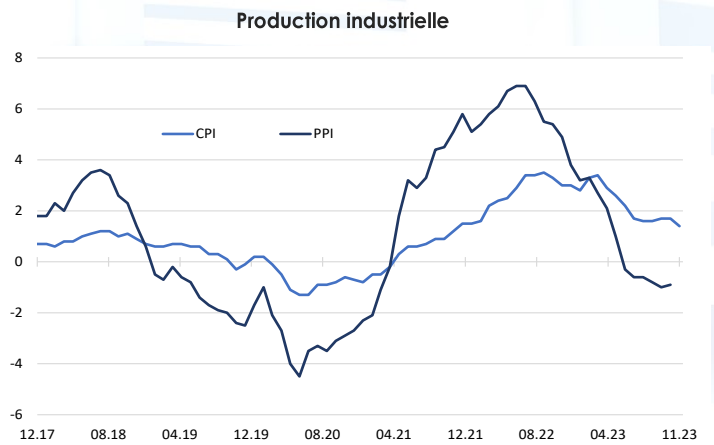


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Du côté des indicateurs avancés PMI, on observe aussi une certaine stabilisation de la situation depuis quelques mois. Le PMI manufacturier semble en effet stopper son long déclin enclenché en juillet 2021 alors qu'il culminait à un niveau élevé de 70. La chute pendant l'été à son plus bas niveau historique de 38.5 reflétait les conditions économiques déjà difficile du moment, alors que la vigueur du franc suisse ajoutait une pression nouvelle sur la compétitivité des sociétés industrielles helvétiques alors que la demande internationale fléchissait. L'indicateur des nouvelles commandes est également plutôt inquiétant et suggère une faible probabilité d'amélioration au cours des prochains mois. Après une période de stabilisation, la confiance des consommateurs publiée par le SECO suggère à nouveau une très nette dégradation du sentiment des ménages pour le dernier trimestre de l'année. La chute de la confiance est brutale et profonde car l'indicateur plonge de -27.1 à -40 suggérant des risques importants d'effondrement de la consommation. Après avoir été plutôt résiliente, la demande des ménages semble prête à fléchir, le sondage du CS/UBS suggère aussi des conditions économiques difficiles (-29.6),



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

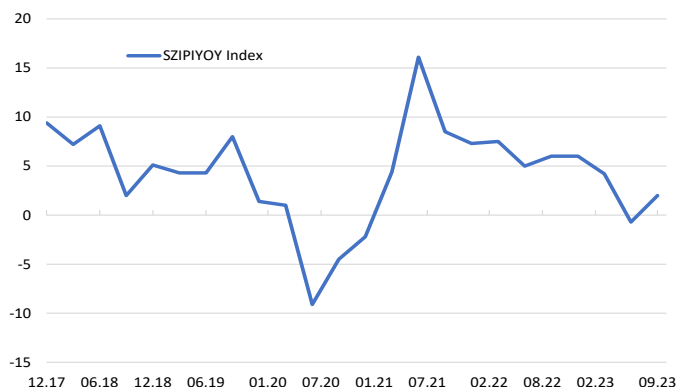


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Il n'y a plus d'inflation en Suisse depuis neuf mois

L'inflation publiée en Suisse pour le mois de novembre confirme la tendance à une nette amélioration de l'évolution des prix dans notre pays. Avec une baisse de -0.2%, l'indice CPI suisse continue de confirmer la tendance annoncée dès le mois de juillet 2022 de l'émergence d'un nouveau régime d'inflation beaucoup plus modéré et qui permettrait un retour probable à l'été 2023 d'un niveau raisonnable d'inflation dans notre pays. En effet, nous évoquions 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 évoquions 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 +1.4% et se situe déjà en dessous de l'objectif de la BNS. L'indice des prix à la consommation hors énergie et alimentation (+1.4%) passe lui 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. Malgré un discours toujours prudent soulignant régulièrement que le cycle de hausse de taux pouvait encore se poursuivre par de nouvelles hausses, les autorités monétaires peuvent tout de même constater que l'inflation mensuelle moyenne est proche de zéro depuis neuf mois maintenant. Cette situation devrait motiver la BNS à maintenir ses taux inchangés en décembre. Nous estimons que l'inflation suisse devrait rester encore dans cette tendance pendant quelques mois, ce qui pourrait rapidement se traduire par une chute de l'inflation sur douze mois nettement en dessous de +1%. La baisse de l'euro et du dollar face au franc suisse sans doute contribué à réduire le risque d'inflation importée. Les prix à l'importation et à la production sont désormais également sous contrôle. Depuis le pic de juin 2022 à +6.9%, l'indice a régulièrement décliné pour passer en territoire négatif en mai. Le résultat d'octobre de -0.9% est ainsi déjà le sixième déclin des prix enregistré.

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 marqué par une stabilité des salaires et du chômage à 2.1% en novembre

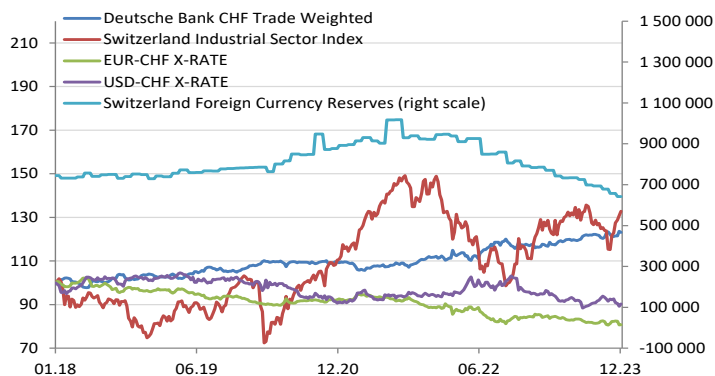
Assouplissement monétaire de la BNS attendu au T2 2024

Malgré le déclin pourtant très net des indices de prix qui a vu chuter le CPI annuel de +3.5% en août 2022 à seulement +1.4% en novembre 2023, la BNS semble toujours préoccupée par le niveau de l'inflation. Pourtant celui-ci est maintenant très en dessous de son objectif de +2%, mais la BNS persiste avec son langage prudent et n'écarte pas encore l'idée de nouvelles hausses pour s'assurer du contrôle du niveau des prix dans notre pays. Dans un contexte de marché du travail plutôt tendu et de chômage d'à peine 2%, 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 -0.9% sur un an, favorable à une baisse du CPI. La BNS conserve donc un biais restrictif, alors qu'elle apparaît désormais beaucoup plus pessimiste sur l'évolution prochaine de l'inflation que l'ensemble des économistes suisses. Avec une prévision abaissée de +2.2% à +1.9% pour 2024, celle-ci reste en effet au-dessus de la nouvelle estimation du consensus des prévisionnistes réduite à +1.6%. Avec des taux directeurs de 1.75%, au-dessus de l'inflation publiée pour novembre de +1.4%, la BNS pourrait déjà considérer que son action a été couronnée de succès sans envisager de nouvelles hausses dans l'immédiat. D'autant qu'en quinze mois 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 -32% en vingt-deux mois à 641 Mrds, par des ventes de 10 à 20 Mrds. par mois. La politique monétaire de la BNS est ainsi plus restrictive qu'il n'y paraît dans l'absolu, mais aussi en comparaison avec celle de la Réserve fédérale qui n'a réduit la taille de son bilan que de -14% entre temps. Dans cet environnement restrictif, 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 la BNS indifférente. Nous estimons donc que les taux directeurs devraient être abaissés bien avant le 4ème trimestre 2024, comme elle l'envisage pour l'instant et anticipons une première baisse de 25 ppb en fin de 2ème trimestre 2024.

Ecart de rendements historiques défavorable au franc

Aux vues de la situation conjoncturelle en nette dégradation et de l'amélioration tout à fait spectaculaire de l'inflation, 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 (0.75%) de la Confédération et les taux du Bund allemand (2.19%) s'est un peu stabilisé au cours des dernières semaines, mais il reste à un niveau historique élevé de 143 ppb, son plus haut niveau depuis 2003. 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 se sont stabilisés également à 340 ppb après avoir touché un niveau historique de 380 ppb à la fin octobre. De tels différentiels devraient peser sur le franc suisse sans l'action de la BNS.

Taux de change et réserves de la BNS

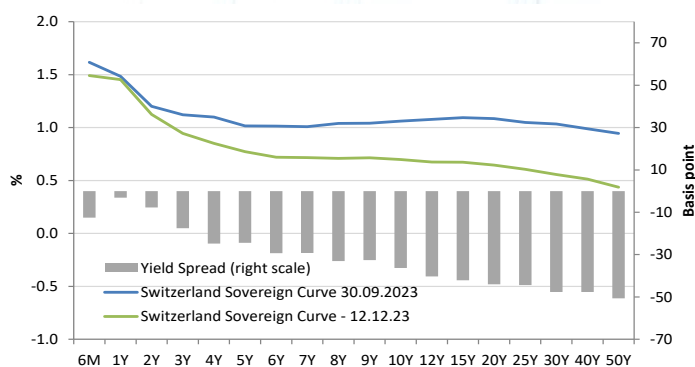


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Baisse des rendements obligataires en dessous de 1%

Les taux à dix ans de la Confédération se sont ajustés en novembre au changement d'anticipations en matière d'inflation et de croissance économique en Suisse. Après le déclin déjà net de 1.6% à 1% observé au T1 qui avait été suivi d'une longue période de stabilisation autour de 1%, la séquence de neuf mois de stabilité des prix (CPI) a finalement abaissé les taux du marché à 0.75%. Le différentiel de taux entre les rendements à dix ans et les taux courts est désormais de plus de 100 pbb, ce qui constitue la plus forte inversion de la courbe enregistrée en Suisse depuis longtemps. Nous avions 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

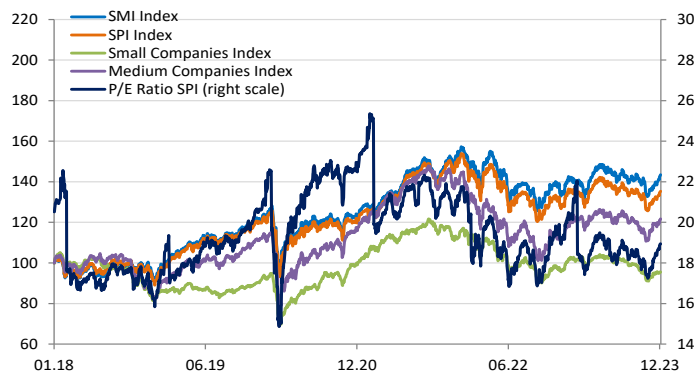


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Croissance des profits supérieure à +10% en 2024

Après quelques mois de consolidation, un déclin marqué des cours jusqu'en octobre et des valorisations désormais plus attrayantes, nous annonçons une reprise probable de la tendance haussière pour la fin de l'année en cours qui s'est mise en place en novembre. La hausse de près de +6% a déjà permis d'effacer le déclin des indices enregistré en octobre et devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Le marché des actions suisses était 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'avaient 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. La hausse du franc ayant affecté la compétitivité de certains produits et services exportés, les ventes de sociétés suisses exportatrices ont souvent été maintenues au détriment des marges des entreprises. La vigueur du franc a de ce fait largement pesé sur les estimations de profits exprimés en francs suisses. Les perspectives plus favorables en matière d'inflation en déclin et une fin de cycle de hausse de taux devraient contribuer à affaiblir le franc. Ce dernier élément devrait soutenir la reprise de la tendance haussière de novembre. Les attentes de bénéfices pour l'année 2024 pour le SMI sont globalement de +12.5% et +12.4% 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 15.2x pour le SMI et de 15.7x 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 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 22 595 9611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch