

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



LA BAISSÉ DU FRANC RENFORCE LES PERSPECTIVES DU SMI

Economie résiliente en début 2024. Inflation sous contrôle. Assouplissement monétaire imminent. Différentiels de rendement et d'inflation défavorables au franc. Faible potentiel pour les marchés obligataires. Meilleures perspectives pour le SMI.

Points clés



- L'économie suisse surprend par sa résilience
- Les exportations suisses sont pénalisées par le franc fort
- Indicateurs avancés toujours peu enthousiasmants
- L'inflation suisse est désormais proche de +1%
- La BNS pourrait abaisser ses taux au T2 2024
- La faiblesse du franc est désormais probable
- Relance baissière pour les rendements obligataires suisses
- La baisse du franc renforce les perspectives des actions suisses

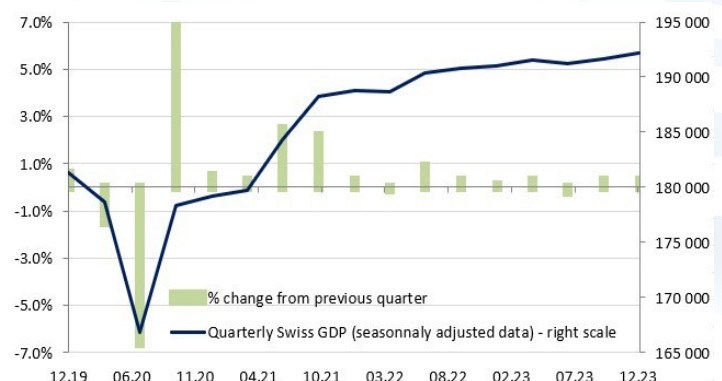
L'économie suisse surprend par sa résilience

L'économie suisse a une nouvelle fois surpris les prévisionnistes par sa résilience alors que la dynamique conjoncturelle de ses principaux partenaires économiques marquait nettement le pas en fin d'année. La croissance du PIB annoncée par le SECO pour le 4ème trimestre 2023 de +0.3% a en effet montré que le rebond de l'activité économique de +0.3% du 3ème trimestre pouvait se maintenir encore en fin d'année. L'économie suisse a donc été capable de conserver son rythme de croissance, alors même que le secteur manufacturier semblait souffrir logiquement de la vigueur du franc. La dynamique conjoncturelle dans notre pays avait 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, mais sa résistance en fin d'année est largement supérieure à la progression de +0.1% attendue par les prévisionnistes. Sur l'ensemble de l'année 2023, le PIB suisse a donc progressé de +1.3% et dépasse nettement les attentes du consensus de +0.7%, mais s'avère proche de nos dernières prévisions. La Suisse n'aura donc connu qu'un seul trimestre de croissance négative en 2023. Cela dit, la dynamique helvétique reste modérée et souffre d'une demande mondiale faible exacerbée par un franc suisse trop fort qui

pèse sur le secteur manufacturier en difficultés. Le secteur des services semble heureusement en mesure de compenser la faiblesse du segment manufacturier, ce qui devrait permettre une nouvelle progression du PIB en début 2024.

Au cours des derniers mois, c'est essentiellement le secteur industriel chimique et pharmaceutique qui a freiné la progression du PIB par une contraction de -2.3% de sa création de valeur. L'industrie manufacturière a légèrement diminué de -0.1%, tandis que les autres branches industrielles retrouvaient une certaine croissance après deux trimestres négatifs et que l'augmentation de la production d'électricité permettait une progression du secteur énergie de +4.3%. Le secteur des services joue à nouveau un rôle essentiel dans la bonne tenue de l'économie helvétique. Parmi les segments porteurs, on retrouve le tourisme étranger et la hausse de la valeur ajoutée dans l'hôtellerie et la restauration (+3.5%) nettement plus importante que celle des transports (+0.4%), des services aux entreprises (+0.3%) et de la santé et du social (+1.4%). Les dépenses publiques ont enregistré une progression de +0.7% supérieure à la moyenne, tandis que les exportations de services (+0.7%) et de marchandises (+0.5%) enregistraient aussi des hausses notables. La demande intérieure finale a reculé de -0.3% essentiellement en raison d'une chute de -2.5% des investissements en biens d'équipement et des investissements dans la construction. La hausse des taux d'intérêt et des coûts de financement devrait affecter 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.

PIB suisse en mios CHF (données trimestrielles)



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

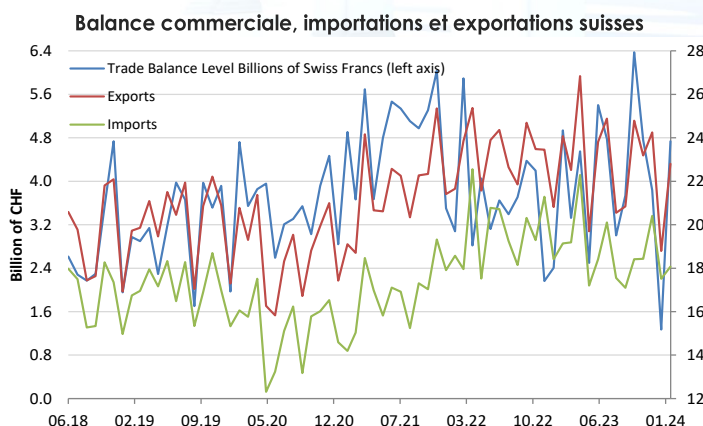
Néanmoins, la consommation privée reste plus dynamique qu'on ne pourrait le craindre, notamment grâce à une croissance de +0.3% un peu inférieure à la moyenne des segments logement, santé et mobilité. Le commerce de détail semble tout de même marquer le pas avec une correction de -0.3% du commerce de détail et de -1% du commerce global. Les importations ont pourtant avancé un peu plus nettement (+0.7%) malgré cet environnement de consommation encore peu dynamique.

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. Elle a enregistré une croissance honorable de +1.3% en 2023, mais en sensible baisse par rapport à la hausse de +2.5% en 2022. Dans le contexte actuel, 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 que la croissance du PIB sera de +1.1% en 2024. Nos prévisions sont à peine plus optimistes et tablent à la fois sur une faiblesse du franc en 2024 et sur une reprise économique internationale en deuxième partie d'année pour permettre à notre économie de surpasser la prévision du consensus actuel.

Les exportations suisses sont pénalisées par le franc fort

En 2023, le franc suisse pondéré par les échanges commerciaux s'est apprécié de +7.2% pour la sixième année consécutive. Au cours du dernier trimestre, la hausse du franc d'environ +8% contre le dollar et de +4% contre l'euro, n'a ainsi pas été sans effet sur la compétitivité de l'industrie suisse. La situation du commerce extérieur semble en effet un peu plus affectée par l'évolution du franc fort en ce début d'année qu'au précédent trimestre. Après avoir enregistré deux mois de croissance des exportations en fin d'année 2023, en novembre et décembre de +1.8% et +1.1%, les exportations suisses en chiffres réels se sont légèrement contractées en janvier (-0.4%). Parallèlement, l'évolution des importations n'a pourtant pas été soutenue par la demande intérieure positive ni par la valeur du franc. Le déclin de -4.3% des importations est ainsi beaucoup plus net et fait aussi suite à deux phases mensuelles de hausse de +1.7% et +2.3%. La contraction plus nette des importations augure favorablement pour le résultat de la balance commerciale du début d'année.

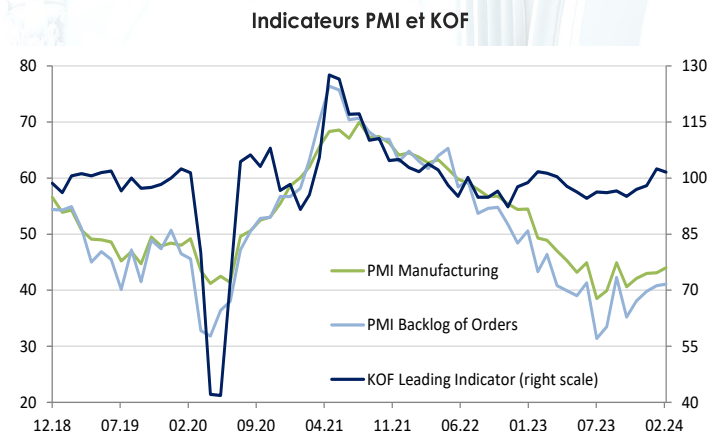


L'économie suisse est donc bien sur une tendance plus difficile pour le secteur exportateur, même si on peut tout de même se réjouir d'une poursuite de la reprise des ventes de montres

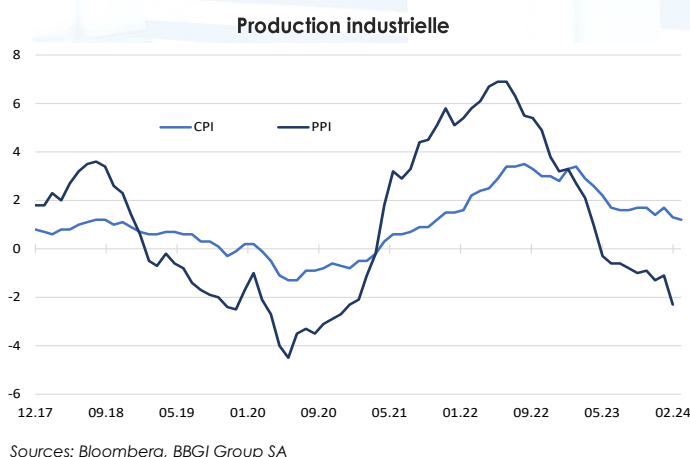
suisses de +3.1% sur un an, notamment grâce à la progression de la demande des principaux partenaires commerciaux que sont les Etats-Unis (325 mios CHF) et la Chine (194 mios CHF).

Indicateurs avancés toujours peu enthousiasmants

Les indicateurs avancés ont terminé l'année sur une note toujours incertaine après avoir été très indécis pendant l'ensemble de l'année 2023. Le baromètre conjoncturel du KOF suit pourtant depuis quelques mois une tendance haussière un peu plus encourageante et progresse sensiblement de 95 en octobre à 101.6 en février. Cette évolution pourrait suggérer une sensible amélioration de la conjoncture, mais elle n'est pas encore confirmée par les indicateurs de confiance et les PMI.



Du côté des indicateurs avancés, on observe cependant une certaine stabilisation de la situation du PMI manufacturier depuis quelques mois, après le très long déclin enclenché en juillet 2021, alors qu'il culminait à un niveau élevé de 70 et qui avait vu l'indicateur chuter à son plus bas niveau historique de 38.5 pendant l'été 2023. Une amélioration du sentiment s'est pourtant manifestée depuis lors, sans que cet indicateur ne soit en mesure de repasser au-dessus du seuil de 50. La situation dans l'industrie reste donc problématique alors que celle observée dans les services commence aussi à marquer le pas. Le PMI des services encore très solide en décembre 2023 s'est sensiblement dégradé en ce début d'année dans le sillage de la perte de confiance des consommateurs qui s'installe depuis quatre mois maintenant. La chute de la confiance s'est avérée brutale et profonde car l'indicateur s'est dégradé nettement de -27.1 à -41, suggérant des risques importants d'effondrement de la consommation. Après avoir été plutôt résiliente, la demande des ménages semble prête à fléchir, alors que le sondage d'UBS suggère soudainement des perspectives en nette amélioration.

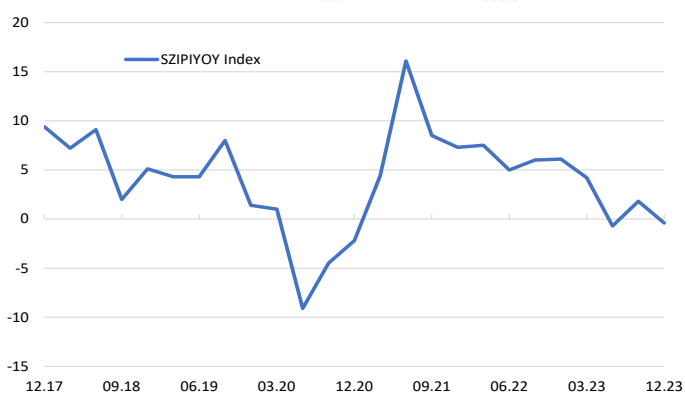


Finalement, la production industrielle de fin d'année en baisse de -0.4%, après une progression observée de +2% au trimestre précédent, confirme la faiblesse actuelle du secteur manufacturier. Tandis que les ventes de détail pointent aussi sur une faiblesse de la consommation.

L'inflation suisse est désormais proche de +1%

L'inflation suisse poursuit sa décélération et tombe désormais à 1.2% sur un an en février, le segment « core » glissant même à +1.1%. Malgré un rebond mensuel certainement temporaire en février de +0.6%, l'indice CPI suisse continue de confirmer la tendance annoncée dès le mois de juillet 2022 d'un nouveau régime d'inflation beaucoup plus modérée devant rapidement abaisser l'inflation à un niveau raisonnable dans notre pays. 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 avançons également 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'inflation est désormais depuis le mois de juin 2023 et donc depuis près de trois trimestres en dessous de l'objectif de la BNS de 2%. 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'évolution des prix en Suisse 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, les autorités monétaires peuvent tout de même constater que l'inflation s'est stabilisée et ne justifie plus une politique monétaire restrictive et un franc fort. 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 a sans doute contribué à réduire le risque d'inflation importée. Les prix à l'importation et à la production sont désormais également sous contrôle.

CPI & PPI - Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Depuis le pic de juin 2022 à +6.9%, l'indice a régulièrement décliné pour passer en territoire négatif en mai. Le résultat de janvier de -2.3% s'affiche comme la neuvième contraction mensuelle des prix à l'importation et à la production. 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 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.

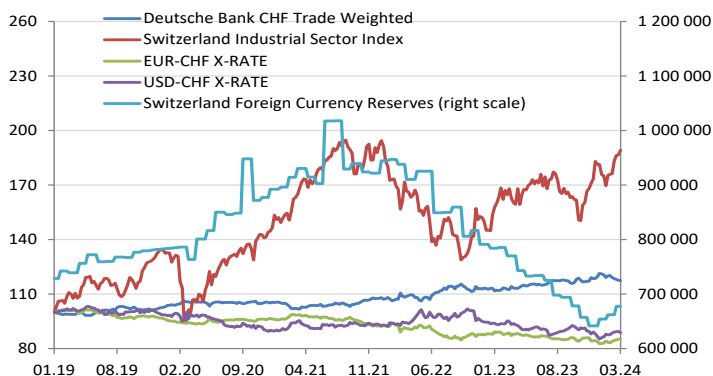
La BNS pourrait abaisser ses taux au T2 2024

Malgré le déclin pourtant très net des indices de prix qui a vu l'inflation annuelle chuter à +1.2% en février 2024, la BNS ne sera peut-être pas motivée à être la première banque centrale à relâcher la pression dans la lutte contre l'inflation engagée en 2022 par la plupart des banques centrales. Pourtant, son action a été couronnée de succès comme le démontre la persistance des publications mensuelles des indices de prix en dessous de son objectif officiel. Nous estimons que notre banque nationale pourrait tout de même avoir une appréciation suffisamment positive de son action sur la dynamique des prix pour entamer une phase de normalisation de sa politique monétaire. La conjoncture suisse semble résiliente, mais la force du franc affecte le secteur industriel et menace également les perspectives pour le PIB des prochains trimestres. Le marché du travail reste tendu mais les hausses de salaires devraient rester contenues selon les dernières estimations du KOF. Dans ce contexte, la BNS semble donc rester prudente, notamment avec une estimation de l'inflation de +1.9% en 2024 toujours très supérieure au niveau observé à ce jour. Avec des taux directeurs de 1.75%, sensiblement au-dessus de l'inflation publiée pour février de +1.2%, la BNS pourrait toutefois décider de ne pas abaisser ses taux directeurs avant le mois de juin, tout en relâchant un peu sa politique de soutien au franc. La politique de réduction de la taille de son bilan par la diminution des réserves de changes qui avaient atteint 946 Mrds. de francs en janvier 2022 et qui avaient été drastiquement réduites de -32% en vingt-deux mois à 641 Mrds, par des ventes de 10 à 20 Mrds, avait largement contribué à limiter l'inflation dans notre pays. Les ventes de devises de la BNS devraient être le premier signe d'assouplissement de sa position restrictive avant une première baisse de taux directeurs. C'est désormais le cas depuis trois mois déjà, les réserves de devises ayant progressé de 643 Mrds. à 677 Mrds à la fin février. Nous estimons que les conditions actuelles devraient permettre une première baisse de 25 pbb en fin de 2ème trimestre 2024.

La faiblesse du franc est désormais probable

La force du franc a certainement culminé en fin décembre 2023 avec une appréciation de +4% contre l'euro et de 7% contre le dollar. Le taux de change USD/CHF terminait l'année pratiquement à son plus bas niveau en touchant presque 0.8391, son point bas de 2015. En fin d'année, 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. Au cours des derniers mois, la BNS a effectivement sans doute limité ses interventions comme le suggère le niveau plus élevé de ses réserves de devises. Depuis le début de l'année, l'écart de rendements entre les taux à 10 ans (0.7%) de la Confédération et les taux du Bund allemand (2.26%) s'est à nouveau accru et se situe à 156 pbb. L'évolution des écarts de taux nominaux avec ceux du Trésor américain s'est aussi légèrement accru à environ 340 pbb. Dans ce contexte, nous estimons que la faiblesse du franc est désormais de plus en plus probable.

Taux de change et réserves de la BNS

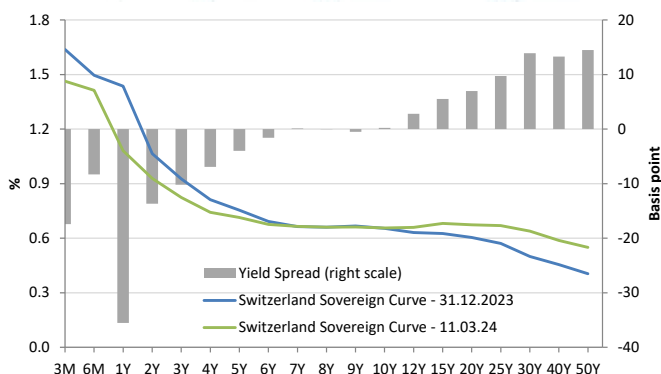


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Relance baissière pour les rendements obligataires suisses

Les taux à dix ans de la Confédération poursuivent leur ajustement à la baisse dans le contexte toujours présent de croissance économique modérée et d'inflation toujours mieux contrôlée. Le déclin de l'inflation se poursuit et s'installe très en dessous de l'objectif de la BNS. Le différentiel de taux entre les rendements à dix ans et le taux SARON 1 mois est maintenant proche de 100 pnb, ce qui constitue la plus forte inversion de la courbe enregistrée en Suisse depuis longtemps. L'inversion de la courbe devrait progressivement se résorber en 2024 essentiellement par une baisse des taux courts dans le sillage du changement de politique de la BNS qui devrait s'opérer au cours des prochains mois. Dans ce contexte, la partie longue n'offre que peu de potentiel additionnel de déclin à moins d'une entrée en récession de l'économie suisse qui n'est pas notre scénario central. Les plus-values en capital potentielles sont dès lors réduites, mais devraient contribuer à une performance positive des obligations suisses au cours des prochains mois.

Courbe de taux de la Confédération



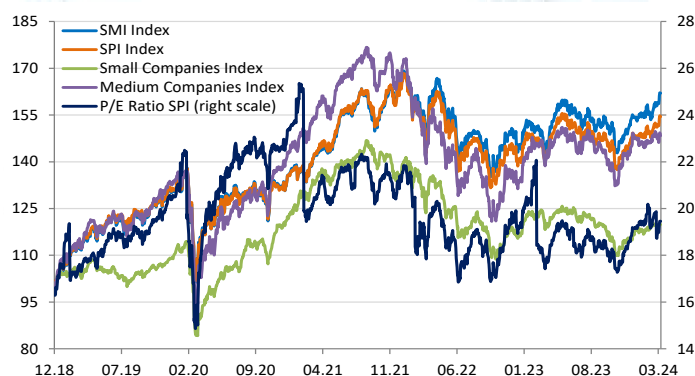
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La baisse du franc renforce les perspectives des actions suisses

La reprise boursière que nous attendions en fin d'année 2023 s'est concrétisée et relancée en février après une phase de consolidation de quelques semaines. Malgré la reprise d'une tendance haussière, les actions suisses qui avaient déjà sous-performé les indices internationaux en 2023 débutent une nouvelle fois, l'année en enregistrant des progressions inférieures à celles des principaux indices boursiers développés. La hausse du SMI de +4.5% est en effet toujours inférieure à celle des actions américaines (+7.4%), européennes (+9.7%) et japonaises (+18.6%) en monnaies locales. Mais cette phase de sous-performance pourrait bien arriver à son terme grâce à la faiblesse attendue du franc suisse.

Le marché des actions suisses est resté certainement pénalisé par la force du franc suisse jusqu'en fin d'année et en début 2024 malgré un début de fléchissement de sa valeur. Le taux de change a été un facteur négatif pour les résultats des sociétés suisses multinationales et exportatrices, mais cela pourrait bien changer enfin en 2024. La hausse du franc ayant affecté la compétitivité de certains produits et services exportés en 2023, les ventes de sociétés suisses exportatrices ont souvent été maintenues au détriment des marges des entreprises. La vigueur du franc avait de ce fait largement pesé sur les estimations de profits exprimés en francs suisses. Mais désormais, la situation semble moins négative grâce à l'évolution attendue de la politique de la BNS. Les prochaines baisses de taux directeurs et la fin des achats de francs suisses par la BNS contribueront à affaiblir le franc. Ce dernier élément devrait favoriser une réévaluation des perspectives bénéficiaires et soutenir la poursuite de la tendance haussière actuelle. Les perspectives pour le marché suisse sont donc toujours positives pour 2024, notamment pour 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: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch