

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PERSPECTIVES TOUJOURS POSITIVES POUR LES ACTIONS SUISSES

Pas de récession en Suisse. Indicateurs avancés inquiétants. Chute des exportations. L'inflation bute sur le seuil de 1%. Baisse des taux conforme à nos attentes. Faiblesse limitée du franc. Objectif de taux longs atteint. Perspectives positives pour le SMI.

Points clés



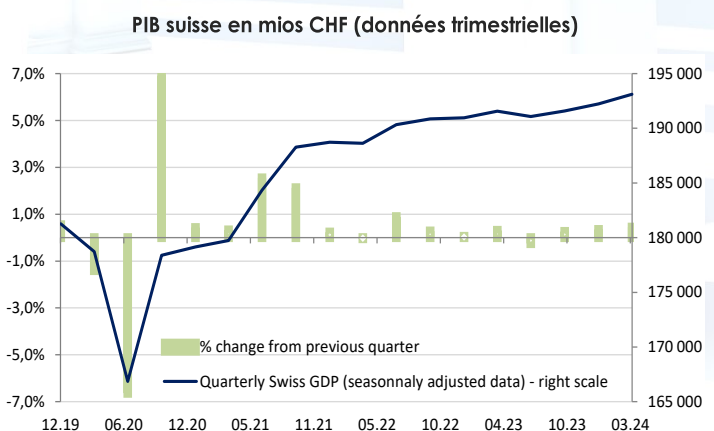
- L'économie suisse avance au pas
- Les exportations suisses replongent
- Indicateurs avancés plus inquiétants
- L'inflation bute pour l'instant sur le seuil de +1%
- La BNS abaisse ses taux selon notre calendrier
- Il ne faut sans doute pas parier sur un franc trop faible
- Objectif de taux atteint pour les taux longs de la Confédération
- Perspectives toujours positives pour les actions suisses

L'économie suisse avance au pas

La croissance du PIB suisse au 1er trimestre vient d'être publiée et montre une nouvelle fois une certaine résistance de notre économie nationale dans un contexte international toujours très hésitant. L'économie suisse a en effet progressé une nouvelle fois en début d'année d'environ +0.6%/an, montrant une étonnante régularité de la dynamique dans notre pays. En fin d'année, la croissance sur trois mois avait déjà été de +0.3%, le tassement de l'activité aux Etats-Unis et une quasi stagnation en Europe n'ont donc pas réellement pénalisé la performance de notre économie encore en ce début d'année. La croissance du PIB annoncée par le SECO s'inscrit dans une tendance de progression inférieure à la moyenne il est vrai, mais de l'ordre de +0.3%/trimestre depuis deux ans, à l'exception du coup d'arrêt temporaire de juin 2023 en baisse de -0.3%. 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 politique monétaire restrictive menée par la BNS avait largement profité au franc en fin d'année 2023, rendant certainement plus difficile l'adaptation de certains secteurs à ce facteur, alors même que la demande intérieure et la demande internationale semblaient ralentir.

Le PIB suisse avait progressé de +1.3% en 2023, le résultat du 1er trimestre suggère que l'année 2024 sera sans doute plus difficile. Depuis le 2ème trimestre 2020 au plus profond de la crise du Covid, la Suisse est restée sur une tendance haussière en n'enregistrant qu'un seul trimestre de recul en juin 2023. Cela dit, la dynamique helvétique reste pénalisée par une demande mondiale en déclin et par un franc suisse trop fort jusqu'en début d'année 2024. Le secteur manufacturier est toujours très affecté, mais il semble toutefois récemment se reprendre un peu et bénéficier des développements du 1er trimestre sur le front des taux de change et des taux d'intérêt. Le secteur des services semble se porter toujours mieux d'un point de vue relatif, comme la consommation des ménages.

Dans le segment manufacturier, la création de valeur a légèrement diminué au 1er trimestre (-0.2%), essentiellement sous la pression du secteur chimique et pharmaceutique (-0.9%), qui a poursuivi le léger repli déjà observé ces derniers trimestres. Dans les autres branches industrielles, la valeur ajoutée est restée globalement stable. Le secteur de la construction a enregistré une légère amélioration (+0.3%) grâce à une hausse des chiffres d'affaires dans le bâtiment et le génie civil; l'évolution des investissements dans la construction a été un peu moins favorable (-0.2%). Le secteur de l'énergie (+2.1%) a été la seule branche industrielle à avoir connu une croissance solide; les exportations d'énergie ont elles aussi augmenté. Dans l'ensemble, la création de valeur a stagné dans le secteur industriel, et les perspectives pour le 2ème trimestre ne semblent pas montrer de renversement de tendance.



Source: Bloomberg, BBGI Group SA

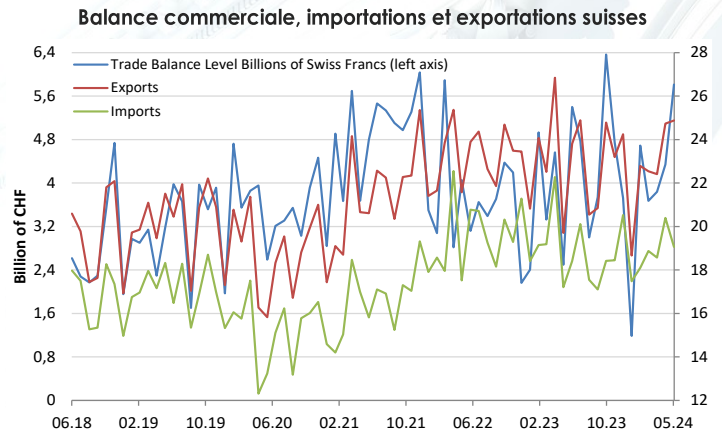
De son côté, le secteur des services s'est mieux comporté et a fortement soutenu la croissance du PIB au 1er trimestre, avec toutefois une certaine hétérogénéité entre les branches. Les services financiers (-0.2%) ont affiché une légère baisse, qui s'est également observée dans les services aux entreprises (-0.3%). Le secteur des transports et de la communication est resté inchangé, tandis que le transport de marchandises, en particulier, a progressé de façon modérée en raison de la faible dynamique de l'industrie. En revanche, la création de valeur a été proche de sa moyenne historique dans les domaines de l'hôtellerie-restauration (+1.3%), de la santé et du social (+0.8%) et de l'administration publique (+0.2%). Par ailleurs, elle a été supérieure à la moyenne dans le commerce de détail (+1.4%), contribuant ainsi à l'évolution positive du commerce dans son ensemble (+1.3%). Faisant écho à la croissance du commerce de détail, la consommation privée a connu une progression robuste (+0.4%), portée notamment par les dépenses pour les produits alimentaires et non alimentaires, ainsi que pour le logement et la santé. Les dépenses de consommation de l'État ont en outre affiché une légère hausse (+0.2%). Enfin, la demande intérieure finale (+0.4%) a profité des impulsions positives livrées par les investissements en biens d'équipement (+0.8%), qui ont retrouvé le chemin de la croissance après trois trimestres négatifs. Les investissements se sont surtout accrus dans les véhicules, l'informatique et la recherche-développement. La croissance de la demande intérieure a également engendré une hausse significative des importations (+2.0%) de biens et de services au 1er trimestre. Les exportations de marchandises (-3.3%) ont par contre reculé, notamment en raison de l'évolution négative du commerce de transit. Les exportations de services (+1.0%) ont légèrement augmenté. Dans l'ensemble, le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance du PIB. Rien d'étonnant finalement dans la situation d'un 4ème trimestre particulièrement fort pour le franc, en hausse de +8.07% contre le dollar US et de +4% contre l'euro. Dans ce contexte particulièrement difficile pour les exportateurs suisses, l'économie réalise un bon parcours.

Nous estimions en début d'année que la conjoncture suisse était extrêmement fragilisée par la force du franc et par les risques croissants de fléchissement des exportations. Désormais, avec l'affaiblissement constaté au 1er trimestre, cette variable devrait devenir plus neutre. Alors que le consensus des prévisionnistes estime que la croissance du PIB sera de +1.2% en 2024, nos prévisions sont à peine plus optimistes (+1.3%) et dépendent en partie d'une poursuite de la faiblesse du franc et sur une reprise économique internationale en deuxième partie d'année. Les dernières semaines n'ont pourtant pas confirmé ces deux éléments, qui pour l'instant montrent plutôt une reprise du franc suisse et une faiblesse de l'économie mondiale.

Les exportations suisses replongent

Le franc s'était, heureusement, affaibli au 1er trimestre 2024 après une fin d'année particulièrement solide pour la devise helvétique. En 2023, le franc suisse pondéré par les échanges commerciaux s'était apprécié de +7.2% pour la sixième année consécutive, la correction d'environ +8% contre le dollar et de +4% contre l'euro au T1 rétablissait un peu l'équilibre. Depuis quelques semaines, malgré la 1ère baisse de taux de la BNS, le franc s'est légèrement repris et terminera le T2 en modeste hausse. Ces développements sont pour l'heure insuffisants pour améliorer la compétitivité de l'industrie suisse. La situation du commerce extérieur s'en ressent et les exportations suisses replongent en mai de -3.5% après avoir progressé de +7% en avril suite à la chute du franc. Le secteur exportateur est donc à la peine, à l'image des ventes internationales de montres à

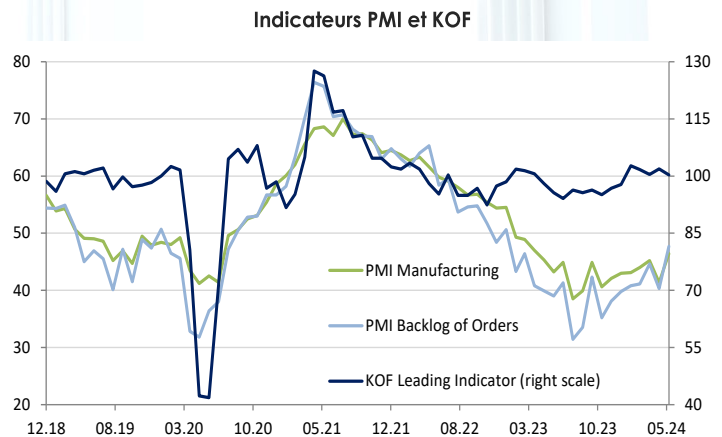
nouveau en déclin de -2.2% en mai. Parallèlement, l'évolution des importations enregistre sa plus forte contraction (-4.3%) depuis décembre 2020. La chute plus nette des importations augure favorablement pour le résultat de la balance commerciale du début d'année.



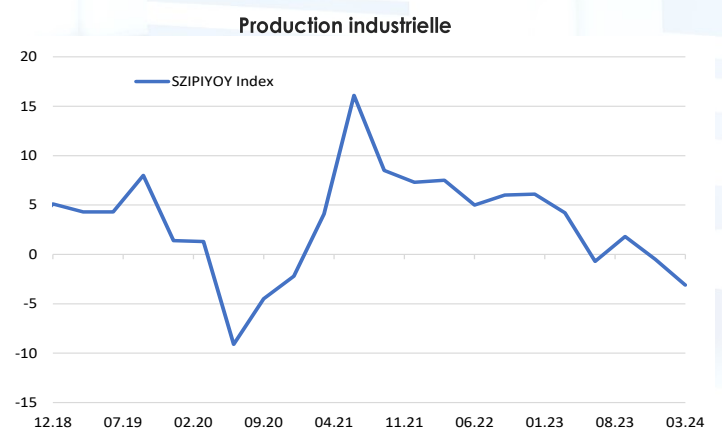
Source: Bloomberg, BGI Group SA

Indicateurs avancés plus inquiétants

Les indicateurs avancés publiés pour le mois de juin montrent une nouvelle dégradation inquiétante dans le secteur des services, tandis que le secteur manufacturier, déjà en difficultés depuis longtemps, semble se stabiliser légèrement. Bien que cet indicateur ne soit toujours pas en mesure de repasser au-dessus du seuil de croissance de 50. La situation dans l'industrie reste problématique, mais la dégradation des conditions dans les services est inquiétante et en partie confirmée par un indicateur de confiance des consommateurs très bas.



Sources: Bloomberg, BGI Group SA



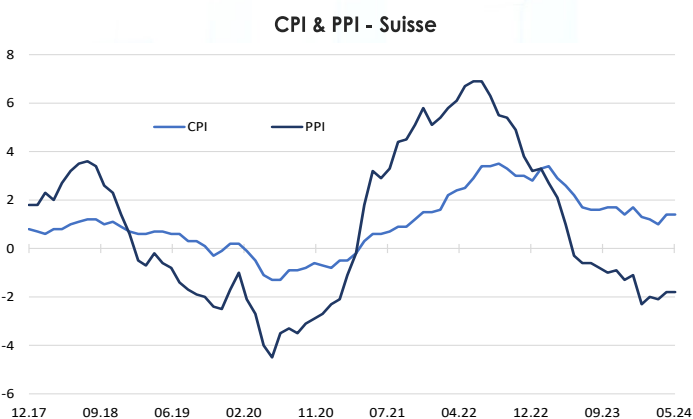
Sources: Bloomberg, BGI Group SA

Finalement, la production industrielle replonge en territoire négatif en début d'année et réalise sa plus mauvaise évolution trimestrielle (-3.5%) depuis le T3 2020. Et pourtant, dans ce contexte plutôt morose, les ventes de détail avancent de +2.7%, et réalisent la meilleure hausse depuis février 2022.

L'inflation bute pour l'instant sur le seuil de +1%

L'inflation suisse a légèrement rebondi en avril (+1.4%) de sa plus faible hausse annuelle de mars (+1%). Sans changer de tendance à notre avis, elle stagne depuis deux mois à ce niveau, en enregistrant encore une faible hausse mensuelle de +0.3% en avril, alors que l'inflation de base reste bien maîtrisée à +1.2%/an. Ces derniers développements ne remettent pas en question la tendance annoncée dès le mois de juillet 2022 d'un nouveau régime d'inflation beaucoup plus modéré devant rapidement abaisser l'inflation à un niveau raisonnable dans notre pays. Nous évoquons alors qu'un nouveau régime 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. Depuis le mois de juin 2023, et donc depuis près de quatre trimestres, l'inflation est désormais en dessous de l'objectif de la BNS de 2%. L'évolution de l'inflation en Suisse suit un chemin favorable grâce notamment à la bonne tenue du franc. On observe effectivement une corrélation entre un franc plus solide et une inflation importée plus faible.

La BNS a abaissé pour la 2ème fois ses taux directeurs en juin et reste la plus active à piloter les risques d'inflation et de croissance parmi les principales banques centrales. La BNS ne recherche plus à contrôler les prix par un franc fort, elle accepte donc une faiblesse du franc en début 2024, mais elle ne souhaite pas non plus une dépréciation trop rapide de notre devise. 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 un peu 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.



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La stabilisation des prix à la production permet de projeter une anticipation également plus positive pour l'évolution prochaine des prix à la consommation. Le ralentissement conjoncturel global attendu abaissera les tensions sur les prix à la consommation, ce qui permettra à l'inflation de passer en dessous du seuil de 1%.

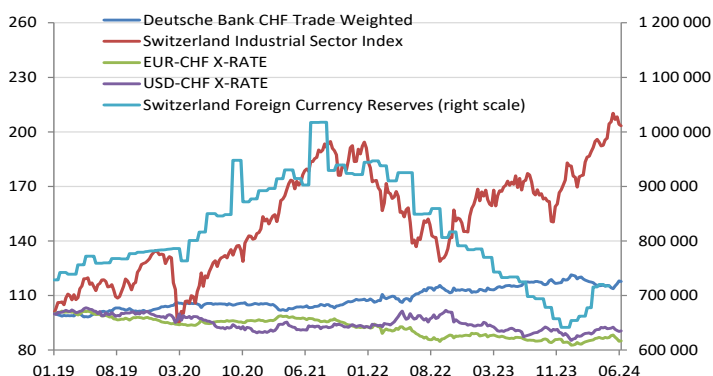
La BNS abaisse ses taux selon notre calendrier

Nous attendions que la BNS soit la première banque centrale à changer de politique monétaire en 2024 en abaissant ses taux directeurs pour la première fois en mars. C'est effectivement ce qu'elle a décidé de faire au moment où le CPI touchait d'ailleurs son plus bas de l'année à 1%. Après avoir observé la plus nette diminution de l'inflation des pays industrialisés, la BNS a finalement agi en débutant une phase de normalisation de sa politique monétaire. La conjoncture suisse avait jusqu'à présent plutôt bien résisté à la hausse des taux de la BNS et à la force du franc, qui menaçait tout de même de plus en plus le secteur industriel. Les indicateurs avancés du secteur manufacturier pointaient déjà depuis de nombreux mois sur les risques de craquement de l'activité, mais plus récemment, c'est la faiblesse constatée dans les autres secteurs de l'économie et des services qui a été une source croissante d'inquiétude. La BNS n'est pas restée indifférente à l'évolution de ces risques pour la conjoncture dans notre pays. Elle a donc abaissé maintenant à deux reprises ses taux directeurs de 0.25% à chaque fois, tout en relâchant 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 milliards de francs en janvier 2022 et qui avaient été drastiquement réduites de -32% en vingt-deux mois à 641 milliards, par des ventes de 10 à 20 milliards, avait largement contribué à limiter l'inflation dans notre pays. Cependant, on observe aujourd'hui une remontée du niveau des réserves de devises de +12.2% en seulement six mois, témoignant de ventes partielles de francs suisses à nouveau, notamment en fin de 1er trimestre. La BNS a donc agi en juin par une deuxième baisse de ses taux directeurs à 1.25%. Elle suit ainsi le rythme des ajustements que nous avons prévu et notre calendrier. Il faudra maintenant attendre le 26 septembre pour savoir si notre banque nationale a l'intention d'abaisser une nouvelle fois ses taux. Au cours des trois prochains mois, nous estimons que l'évolution de l'inflation dans notre pays devrait lui permettre de conforter son opinion sur le bien-fondé du changement de politique opéré au cours des derniers mois. Une relance de la dynamique baissière pour l'inflation nous semble pourtant un pré réquisit pour une action de la BNS en septembre. Cependant une baisse de l'indice CPI de base, comme de l'indice global, semble plus difficile à obtenir pendant la période estivale, ce qui ne devrait pas facilement permettre à la BNS de fonder son action sur cette perspective. Reste que la dynamique conjoncturelle suisse n'est pas très solide et que les risques de ralentissement de la croissance pourraient devenir le prochain facteur déterminant du processus décisionnel de la BNS. Nous estimons qu'une nouvelle baisse de 0.25% reste probable lors de la réunion du 26 septembre 2024.

Il ne faut sans doute pas parier sur un franc trop faible

La force du franc a certainement culminé en fin décembre 2023 et la phase de faiblesse attendue est venue se matérialiser pendant que la BNS annonçait son changement de politique. Cependant, il est aussi probable que la baisse des taux directeurs en Suisse suive désormais un rythme plus faible en comparaison internationale et notamment avec l'évolution attendue des taux directeurs de la BCE et de la Fed. Si la baisse de taux suisses peut encore être de 50 pdb au deuxième semestre, nous estimons par exemple que les taux américains peuvent être abaissés de 100 pdb aisément par la Fed. Dans ce contexte, il semble que la faiblesse du franc reste probable, mais nous n'anticipons plus un déclin aussi significatif que celui envisagé en début d'année. Le franc devrait pourtant s'affaiblir de 5 à 7% contre le dollar et l'euro.

Taux de change et réserves de la BNS

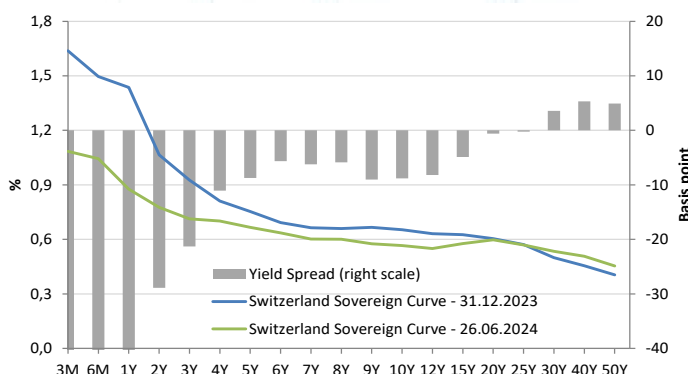


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Objectif de taux atteint pour les taux longs de la Confédération

Depuis maintenant deux ans, l'inflation dans notre pays s'est dégonflée et avoisine tout juste 1.15%/an pour le mois de mai 2024. La tendance baissière annoncée par BBGI pour l'évolution des taux longs de la Confédération s'est ainsi largement matérialisée au cours des quinze derniers mois de 1.6% à tout juste 0.6% à ce jour. Nos prévisions de déclin de l'inflation et de changement de politique monétaire se sont aussi concrétisées avec le même décalage attendu dans le temps pour l'action de la BNS. Nos anticipations actuelles pour les taux à dix ans sont encore de 0.4% pour le prochain point bas du cycle actuel, à condition que l'inflation suisse décline une nouvelle fois et approche aussi 0.5%/an dans les prochains mois. Cela dit, le mouvement récent s'est fortement rapproché de notre prévision, intégrant sans doute déjà plus largement la perspective d'inflation de 0.5%/an. Les perspectives de plus-values en capital sur les obligations en francs suisses sont donc de plus en plus réduites. L'évolution récente des rendements en Suisse n'offre plus beaucoup d'intérêt.

Courbe de taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

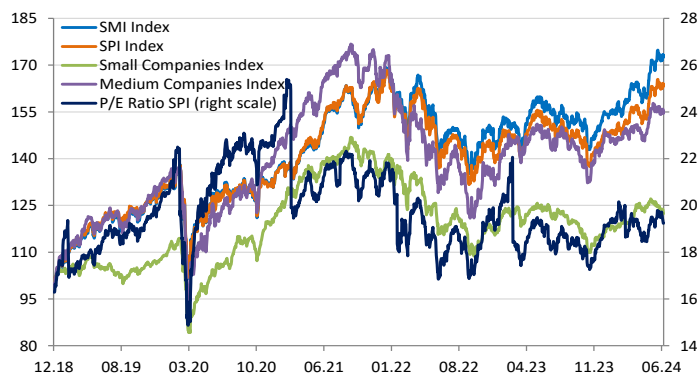
Perspectives toujours positives pour les actions suisses

Les actions suisses sont en nette progression en 2024, mais malgré une hausse de +10%, elles restent en retrait des performances réalisées par les valeurs de la bourse américaine (\$P500 +14.5% en monnaie locale) tout en faisant jeu égal avec les sociétés européennes (+9% en monnaies locale également). La faiblesse du franc suisse au 1er semestre a soutenu la bourse suisse, mais les résultats en francs suisses des autres marchés boursiers ont bénéficié de l'effet de change. De ce fait, le marché suisse sous performe encore les actions internationales en 2024, mais de manière moins déterminante.

Au cours du second semestre, le marché des actions suisses devrait progressivement être soutenu par l'impact de la baisse du franc sur les résultats des sociétés suisses, mais aussi par la diminution des coûts de financement.

La baisse des exportations suisses témoigne encore de la difficulté posée par la force relative du franc aux entreprises suisses de la chimie-pharma et de l'industrie notamment, mais cela pourrait bien changer enfin au deuxième semestre 2024. 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