

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



FIN DE L'INVERSION DE LA COURBE DES TAUX SUISSES EN 2025

Accélération temporaire du PIB. Indicateurs avancés toujours incertains. Chute des exportations. Inflation en dessous de 1%. Taux directeurs à 0.75%. Faiblesse limitée du franc. Objectif de taux longs atteint. Perspectives positives pour les actions suisses.

Points clés



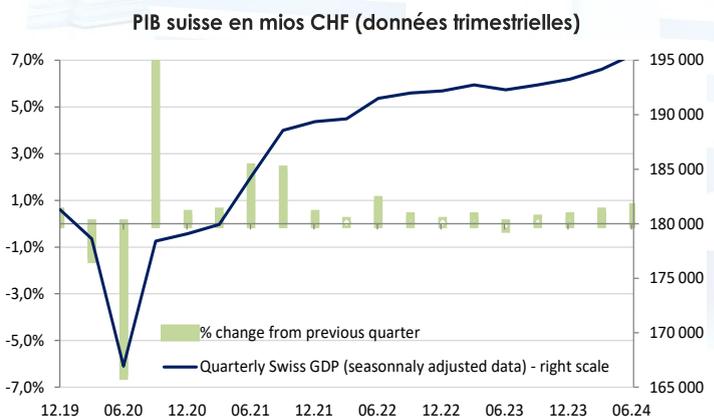
- La croissance du PIB suisse accélère sensiblement
- Les exportations suisses replongent depuis avril
- Indicateurs avancés encore trop incertains
- L'inflation tombera temporairement en dessous de 1%
- La BNS abaissera encore ses taux de 0.25% en septembre
- Il ne faut sans doute pas parier sur un franc trop faible
- La baisse des taux longs touche à sa fin
- Perspectives toujours positives pour les actions suisses

La croissance du PIB suisse accélère sensiblement

La croissance du PIB suisse au 2ème trimestre vient d'être publiée et montre cette fois bien plus qu'une certaine résistance de notre économie nationale dans un contexte international et européen pourtant toujours très hésitant. L'économie suisse a en effet progressé une nouvelle fois avant l'été de +0.7%, et de +0.5% corrigé des événements sportifs sur le 2ème trimestre, portant ainsi la progression sur un an à +1.8%. Il s'agit de la plus forte progression trimestrielle suisse depuis le 2ème trimestre 2022 (+1%) lorsque en rythme annuel la progression s'était affichée à +3.9%. La croissance du PIB annoncée par le SECO s'est inscrite dans une tendance de progression en accélération et supérieure à la moyenne historique. L'économie suisse a donc été capable de renforcer son rythme de croissance, alors que le secteur manufacturier semblait un peu moins souffrir du taux de change, en déclin pendant les six premiers mois de 2024 de l'ordre de -7% contre le dollar. Le changement de politique monétaire décidé par la BNS et mis en œuvre par une première baisse de taux en mars 2024 a contribué à créer les conditions d'un affaiblissement du franc et à soutenir les perspectives économiques suisses.

Il est particulièrement intéressant de constater que la dynamique helvétique n'est plus autant affectée par une demande mondiale en déclin et par le niveau du taux de change durant le 2ème trimestre. Le secteur manufacturier n'est cependant pas sorti d'affaires à ce jour, bien que l'indicateur PMI suggère déjà depuis quelques mois une amélioration de la situation potentielle. Parallèlement, le renversement de tendance est spectaculaire pour l'indicateur des services, qui rebondit de 44.7 à 52.9, offrant une image nettement différente désormais en ce début de septembre et bien plus optimiste.

L'analyse de la situation à la fin juin issue de la publication des données du Seco, montre une expansion vigoureuse de l'industrie chimique et pharmaceutique. L'expansion a été robuste dans ce segment au T2; la progression de +8.4% est exceptionnelle et a été largement soutenue par des exportations très dynamiques. La création de valeur dans le segment manufacturier s'est avérée plutôt surprenante grâce à une progression de +2.6% supérieure à la moyenne. Dans les autres branches de l'industrie, la création de valeur a reculé, reflétant des situations difficiles dans les pays européens partenaires de la Suisse. La demande intérieure s'est avérée relativement faible avec une baisse notable de -1.4% des investissements en biens d'équipement. Les investissements dans la construction restaient modérés (+0.5%), alors que la consommation affichait une faible progression. La consommation privée ne progressait que de +0.3% enregistrant une hausse inférieure à la moyenne, tandis que la consommation publique ne contribuait positivement qu'à hauteur de +0.2%.



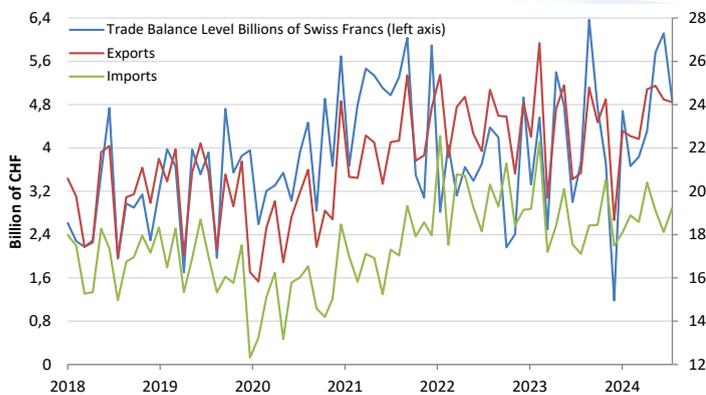
Source: Bloomberg, BBGI Group SA

La stagnation de la demande intérieure se traduit par une faible progression de la création de valeur dans le secteur des services, caractérisée par une grande hétérogénéité selon les branches. Dans l'hôtellerie-restauration, la création de valeur a progressé grâce à la hausse du nombre de voyageurs étrangers et suisses (+2.7 %). Dans les domaines de la santé et du social (+1.1 %), des services aux entreprises (+0.6 %) et de l'administration publique (+0.3 %), la création de valeur a également connu une évolution positive. Le secteur des transports et de la communication a stagné (0%). Enfin, les services financiers (-0.2 %), le commerce de détail (-0.4 %), et le commerce dans son ensemble (-1.2 %) ont enregistré un fléchissement modéré. Les exportations de marchandises ont connu dans leur ensemble une croissance soutenue (+6.9 %), tandis que les exportations de services ont légèrement augmenté (+1.5 %). L'un dans l'autre, le commerce extérieur a soutenu de manière déterminante la croissance du PIB au 2ème trimestre, alors que la faiblesse du franc apportait très certainement un peu de compétitivité aux produits suisses et un peu de marge de manœuvre aux sociétés exportatrices helvétiques. Cette faiblesse n'a malheureusement été que temporaire et le retournement de tendance dès le mois d'avril a eu un impact négatif sur celles-ci dans les mois suivants.

Les exportations suisses replongent depuis avril

Après un bon mois d'avril enregistrant une progression de +7.3% de exportations, les trois mois suivants ont une nouvelle fois été difficiles pour les exportateurs suisses, qui observaient à trois reprises consécutives un recul de leurs ventes. La fin avril marquait d'ailleurs le point le plus faible pour le taux de change CHF/USD et le déclin de -9.2% du franc. Malgré une politique monétaire plus souple de la BNS depuis mars et malgré un nouvel abaissement des taux directeurs en juin, le franc suisse a regagné le terrain perdu, notamment depuis le choc du renversement des positions spéculatives de « carry trade » sur le yen début août qui s'est aussi produit d'une certaine manière sur le franc. Le retour à 0.84 CHF pour 1 dollar qui s'est opéré au 3ème trimestre n'est évidemment pas une bonne nouvelle pour les exportateurs helvétiques et pour la compétitivité de l'industrie suisse. La situation du commerce extérieur s'en ressent et les exportations suisse replongent en juillet de -1.8%. Le secteur exportateur est donc à la peine, à l'image des ventes internationales de montres en croissance de +1.6% sur un an en juillet, très en dessous de la croissance moyenne proche de +10% de 2022-2023. De leur côté, les importations n'enregistrent aucune progression en juillet (0%). Le résultat de la balance commerciale risque bien de souffrir de ces tendances, mais elle affiche encore à la fin juin un résultat positif de 59.5 milliards de dollars, en sensible hausse par rapport au 31 décembre 2023 (53.4).

Balance commerciale, importations et exportations suisses

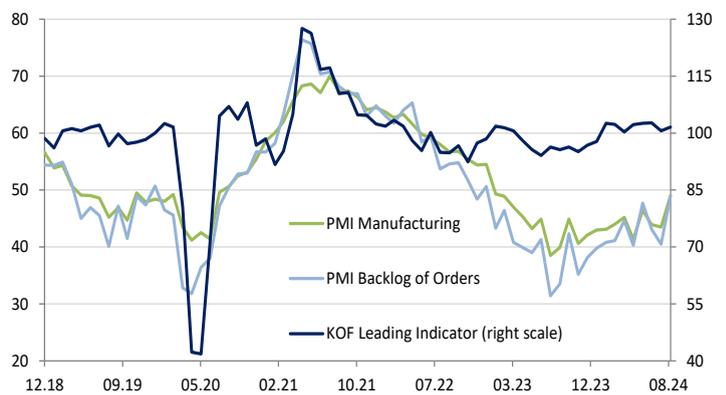


Source: Bloomberg, BBGI Group SA

Indicateurs avancés encore trop incertains

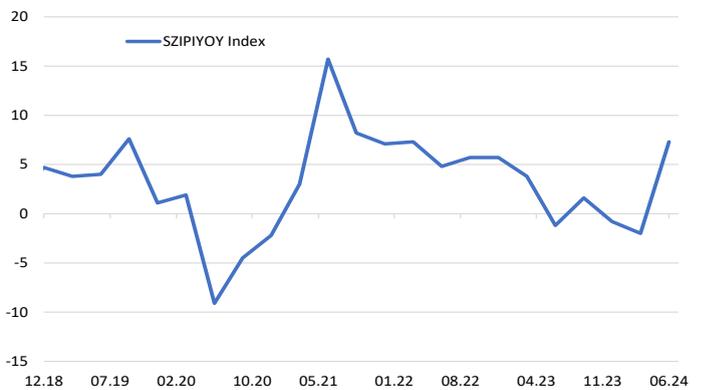
Les derniers indicateurs avancés publiés pour le mois d'août restent particulièrement incertains. La confiance des consommateurs mesurée par le Secrétariat d'Etat aux affaires économiques restent très basse en août (-34.6) sans montrer de signes tangibles d'amélioration. En fin d'année 2021, le niveau mesuré était encore positif (3.5) avant que la chute ne se produise en 2022 pour tomber à -46. L'amélioration constatée au cours des deux dernières années sur cet indicateur le laisse tout de même à un niveau extrêmement inquiétant. Malgré la chute de l'inflation et le début de politique monétaire plus accommodante, la confiance reste en berne et met en danger le niveau de consommation des ménages plutôt résistant encore ce dernier trimestre.

Indicateurs PMI et KOF



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Production industrielle



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'image est toutefois légèrement meilleure pour les perspectives du KOF dont l'indice remonte à 101.6, correspondant à une stagnation globale depuis le début de l'année sans véritable signe de relance. Il faut plutôt se tourner vers les indice PMI manufacturier (49) et PMI des services (52.5) pour trouver de nouveaux signes avancés d'une amélioration potentielle de la dynamique conjoncturelle. Ces deux indicateurs ont en effet nettement rebondi de leurs plus bas et permettent d'envisager de meilleures perspectives. A plus court terme les ventes de détails se sont aussi reprises en août après la plus forte chute en juin (-2.6) sur douze mois. Du côté de la production industrielle, la situation s'était en fait nettement renforcée au 2ème trimestre grâce à un rebond de +3.3% à +6.4% en base annuelle. Dans l'ensemble, les indicateurs avancés usuels restent incertains, sans doute encore affectés par l'environnement économique international toujours hésitant et par la nouvelle appréciation du franc.

L'inflation tombera temporairement en dessous de 1%

L'inflation suisse avait atteint son point bas de 2024 en mars avec une évolution annuelle de tout juste +1% avant de rebondir ensuite vers +1.4% en avril et mai. La BNS avait alors considéré qu'il était enfin approprié de réduire le loyer de l'argent en abaissant ses taux directeurs de 0.25% et en initiant ainsi un nouveau cycle de normalisation de sa politique. Nous évoquons alors le fait que selon nous, ce rebond du CPI ne serait pas durable et que la tendance de fléchissement des prix restait en place. Le dernier chiffre publié pour le mois d'août en fait la démonstration puisque l'indice des prix à la consommation retrouve un niveau proche de son plus bas à seulement +1.1%/an et une stagnation mensuelle (0%) sur le mois. Depuis le début de l'année, le CPI a enregistré quatre hausses mensuelles seulement, les trois dernières mesures faisant plutôt état d'une inflation moyenne d'à peine -0.066%. Nous estimons que l'indice global peut terminer l'année 2024 sur un rythme mensuel toujours faible voir négatif, mais que sur l'année complète il sera sans doute difficile d'abaisser le niveau du CPI sensiblement en dessous de 1%.

En ce qui concerne l'inflation de base (hors alimentation et énergie), la dynamique est identique, l'indice « core » est en progression de +1.1% sur huit mois et de +0.1% sur le dernier mois.

Du côté des indices de prix importés et des prix à la production, la situation est encore plus favorable. L'évolution de l'indice global s'est avérée nulle également en juillet, mais en glissement sur un an, les prix sont en baisse de -1.7%. Il s'agit de la quinzième mesure successive négative enregistrée depuis mai 2023. L'économie suisse est donc sur ce plan déjà en déflation depuis plus d'un an, ce qui constitue aussi un facteur positif pour le CPI mais également pour la gestion des marges des entreprises.

CPI & PPI - Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'évolution de l'inflation en Suisse avait clairement bénéficié de l'appréciation du franc en 2023. On observe effectivement une corrélation entre un franc plus solide et une inflation importée plus faible. Mais les fluctuations récentes de la devise helvétique contre le dollar notamment, d'abord en baisse puis ensuite en hausse, n'ont plus eu le même impact en 2024. Le changement de politique de la BNS après le succès de son action pour contrôler l'inflation implique indirectement une dépréciation probable du franc. 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 devrait ainsi passer en dessous du seuil de 1% temporairement.

La BNS abaissera encore ses taux de 0.25% en septembre

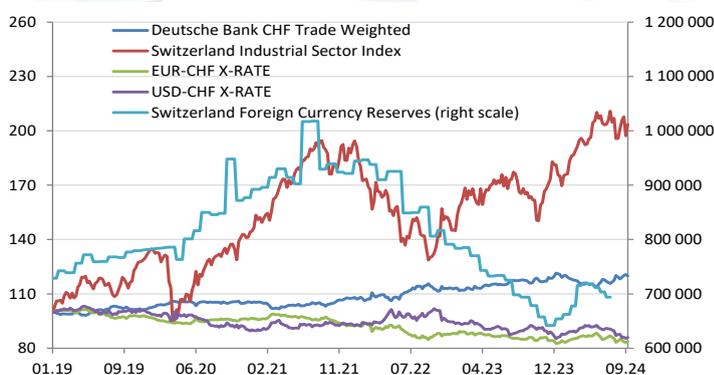
L'inflation est bel et bien sous contrôle en Suisse et les récentes statistiques n'apportent pas de sources d'inquiétude pour une éventuelle reprise prochaine. A quelques mois de la fin de l'année, on peut considérer que la prévision d'inflation de la BNS de +1.4% est peut-être même trop conservatrice compte tenu du niveau actuel de seulement +1%. L'inflation est rentré dans la bande de fluctuation souhaitée et ne nécessite plus une action corrective forte de la BNS qui peut bien entendu s'accommoder d'une inflation à ce niveau. Toutefois, il est aussi possible qu'elle ne souhaite pas non plus une poursuite trop nette de cette tendance qui pourrait potentiellement créer en Suisse une situation potentielle déflationniste. On est sans doute encore loin de ce risque, à moins que la vigueur récente du franc ne s'installe. Désormais, elle dispose d'une marge de manœuvre assez importante avant sa réunion du 26 septembre pour agir en considérant plusieurs facteurs. Le premier de ces facteurs est certainement l'évolution du franc suisse et son appréciation récente d'environ +9% contre le dollar et de +6% contre l'euro. Les trois derniers mois de hausse du franc ont certainement contribué à maintenir un niveau d'inflation nul dans notre pays, ce facteur pouvant encore influencer les indicateurs pendant quelques mois. Il n'est pas sur que la BNS voit d'un bon œil une appréciation du franc qui pourrait abaisser le niveau d'inflation au point de susciter des risques de déflation. Les indicateurs avancés toujours très incertains laissent encore planer des doutes sur la qualité de la conjoncture, notamment de la situation dans le secteur industriel et de la consommation des ménages freinée potentiellement par une confiance toujours en berne.

Elle devra peut-être s'interroger sur l'amplitude de la baisse de taux à mettre en œuvre pour stopper l'appréciation du franc et sur le besoin potentiel de devoir intervenir sur le marché par des ventes de francs et des achats de devises. Il reste improbable que la BNS décide une baisse de taux de 0.5% en septembre, mais compte tenu de son succès dans la lutte contre l'inflation cette probabilité subsiste et est estimée à 50%.

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 atteigne plus rapidement son nadir dans quelques mois, alors que le cycle de la BCE, de la Fed et de la BoE soit plus longs. Les différentiels de rendements devraient logiquement se contracter et constituer un facteur positif pour le franc.

Taux de change et réserves de la BNS



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Mais après avoir réduit la taille de son bilan à ce qu'il était en 2017, la BNS dispose désormais à nouveau de moyens pour influencer le niveau du taux de change. Dans ce contexte, s'il semble que la faiblesse du franc reste probable, 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 au cours des prochains mois.

La baisse des taux longs touche à sa fin

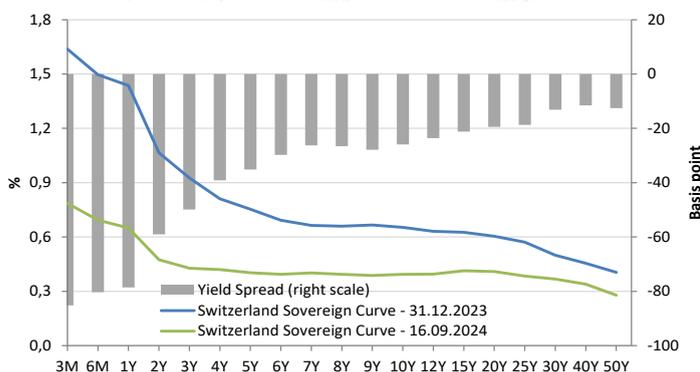
Depuis maintenant deux ans, l'inflation est à nouveau sous contrôle dans notre pays et la politique monétaire s'est ajustée à ce nouveau paradigme en abaissant ses taux directeurs dès le mois de mars. Notre objectif de taux directeurs est à 0.75% ce qui devrait impliquer encore deux baisses de taux en septembre et décembre. Pendant cette phase de déclin de l'inflation, la tendance baissière annoncée par BBGI pour l'évolution des taux longs de la Confédération s'est matérialisée par une baisse de 1.6% en mars 2023 à 0.34% en août 2024. Nos prévisions de déclin de l'inflation et de changement de politique monétaire se sont aussi concrétisées ne laissant désormais que peu de place à des mouvements additionnels significatifs. Nous estimons que si l'inflation glisse sur un an en dessous de 1%, les taux directeurs de la BNS pourraient être abaissés à 0.75% dans un mouvement d'aplatissement progressif de la courbe de taux. Dans ce contexte, le niveau actuel des taux longs de la Confédération pourrait aussi s'ajuster à la hausse cette fois et remonter aussi vers un objectif de 0.75%. 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.

Perspectives toujours positives pour les actions suisses

Les actions suisses sont en nette progression en 2024, mais malgré une hausse de +10.6%, elles restent en retrait des performances réalisées par les valeurs de la bourse américaine (\$S&P500 +18% en dollars) tout en faisant jeu égal avec les sociétés européennes (+7.2% en euros). 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 renforçant leurs résultats exprimés en francs suisse. Depuis la fin juin, le rebond du franc n'a pas eu d'impact spécifique sur notre marché puisque les titres suisses progressaient de +0.5% dans un contexte international incertain et une volatilité accrue provoquée par le renversement de positions de « carry trade » (SPX +3%, Stoxx50 -0.9%, FTSE100 +1.4%). De ce fait, le marché suisse sous performe encore les actions internationales en 2024, mais de manière moins déterminante.

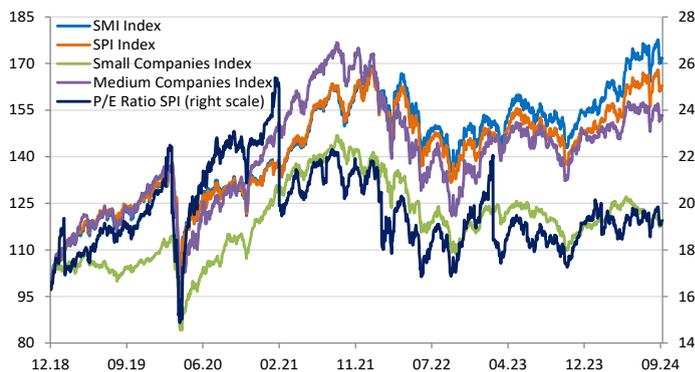
La baisse des exportations suisses des derniers mois témoigne encore de la difficulté posée par la force relative du franc aux entreprises suisses. Les prochaines baisses de taux directeurs et la fin des achats de francs suisses par la BNS contribueront à affaiblir le franc. Ce dernier élément devrait 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 la fin de l'année 2024, notamment pour les valeurs secondaires plus sensibles aux taux d'intérêt et au taux de change (moyennes et plus petites valeurs) dont le comportement boursier devrait surperformer celui des « blue chips ». Notons toutefois que le niveau tout de même élevé des PE suisses (22x pour le SMI) représente un frein potentiel à l'appréciation des indices boursiers dont les perspectives positives nous semblent inférieures à celles d'autres marchés développés.

Courbe de taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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 financières 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