

REVUE TRIMESTRIELLE
SUISSE - Q4 2023

La fin des hausses de taux?

LA FIN DES HAUSSES DE TAUX?

Daniel PFUND, Senior Financial Analyst

Octobre 2023

Macroéconomie

Après avoir augmenté les taux directeurs quasiment sans répit depuis juin de l'année dernière, la Banque Nationale Suisse (BNS) a finalement décidé d'arrêter. Dans sa séance du 21 septembre, la BNS a laissé son taux directeur à 1.75%, argumentant que le resserrement important de la politique monétaire au cours des derniers trimestres permettait de contrer les pressions inflationnistes persistantes. Est-ce la fin tant attendue du cycle haussier des taux d'intérêt? La BNS a laissé la porte ouverte à d'autres augmentations futures si la pression inflationniste persistait. De plus, elle a réaffirmé son intention d'être active au besoin sur le marché des changes afin de garantir des conditions monétaires appropriées (principalement pour vendre des devises et ainsi soutenir le CHF).

Au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 0.1% par rapport à l'année dernière. Ce taux de croissance était inférieur aux attentes et s'explique principalement par le ralentissement observé dans la consommation privée (qui est passée de 4.9% au deuxième trimestre de l'année dernière à 1.5% cette année). La contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB a été positive car

même si les exportations ont perdu un peu de terrain (-0.5%), les importations ont largement compensé cela par une baisse importante (-13.9%).

Les perspectives à court terme pour la croissance suisse restent plutôt modestes. La Suisse étant un petit pays avec une économie fortement intégrée au monde, celle-ci dépend beaucoup de la demande mondiale, principalement européenne et, en particulier, allemande. La faible demande extérieure ne sera pas compensée par une forte consommation domestique, étant donné les pertes de pouvoir d'achat que subit le consommateur suisse à cause du renchérissement et du durcissement des conditions de financement. La BNS s'attend à une croissance du PIB de l'ordre de 1% pour 2023.

Le marché du travail continue d'afficher une santé robuste. Des postes ont été créés dans les services et dans l'industrie manufacturière. En revanche, dans la construction, l'emploi a quelque peu reculé. Globalement, d'après les statistiques de l'emploi, le nombre d'emploi en équivalent plein temps a de nouveau augmenté au deuxième trimestre, en données corrigées des variations saisonnières (CVS). Le nombre de chômeurs enregistrés auprès des offices régionaux de placement s'est de nou-

Fig.1: Croissance du PIB suisse (données annualisées CVS)

Source: IAM



Fig.2: Indice des Prix à la Consommation (IPC année/année)

Source: IAM

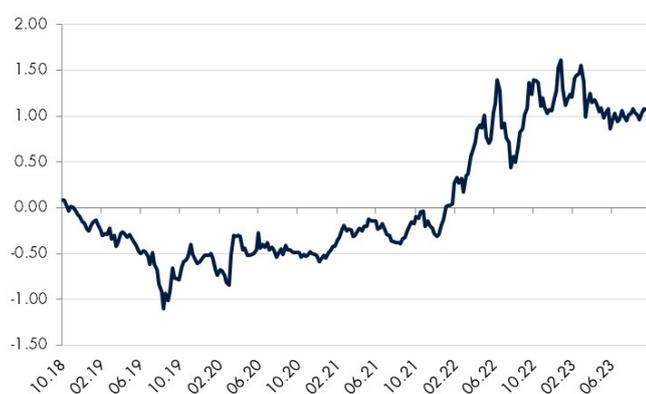


veau légèrement accru au cours des derniers mois. Fin août, en données CVS, 94'000 personnes étaient inscrites au chômage. Le taux de chômage établi par le SECO s'inscrivait fin août à 2.1% en données CVS.

Un thème toujours récurrent dans l'économie mondiale est l'inflation, même si celle-ci commence à ralentir. En Suisse, l'indice des prix à la consommation (IPC) a progressé régulièrement et ce maintenant depuis plus de deux ans. Mais comme le montre la Figure 2, l'indice des prix a commencé à ralentir. L'IPC s'inscrit à 1.6% au mois d'août (en variation par rapport à l'année précédente). Cela fait maintenant plusieurs mois que l'IPC est retourné dans la bande acceptable pour la BNS (en dessous de 2%). Mais en regardant de plus près les composantes d'inflation, nous constatons que ce sont surtout les biens et services suisses qui contribuent encore positivement. Le franc fort a effectivement beaucoup ralenti l'inflation importée.

Fig.3: Rendements des emprunts fédéraux à 10 ans

Source: IAM



Dans ce contexte de hausse d'inflation, ce sont naturellement les taux d'intérêt qui ont pris l'ascenseur. En Suisse toutefois, les taux longs (10 ans) n'ont pas atteint de nouveaux sommets en 2023, contrairement à d'autres grandes économies comme les Etats-Unis ou l'Union européenne.

La courbe des taux reste relativement plate dans toutes les échéances aux alentours de 1%, même si les taux courts demeurent supérieurs aux taux longs; une caractéristique nommée « courbe inversée » et que l'on constate également dans d'autres régions économiques développées (Etats-Unis, Union européenne).

Marchés boursiers

Le marché des actions se retrouve coincé entre des taux d'intérêt élevés (et des attentes d'inflation encore élevées) et une croissance des bénéfices plutôt atone. Il en résulte un marché sans direction claire. Le sentiment des investisseurs change rapidement entre euphorie et déprime.

Malgré ces incertitudes, le marché suisse a prouvé une fois de plus son caractère défensif avec son statut de valeur refuge. En contrepartie, lors de reprises cycliques, le marché suisse progresse moins que les autres bourses mondiales, en particulier celle du marché américain qui est toujours propulsé par les grandes valeurs technologiques.

Sur le trimestre, le SMI (20 plus grandes valeurs) a perdu 2.7%. Les meilleures performances reviennent aux sociétés exposées aux taux d'intérêt, soit les financières (assurances et banques) comme UBS (+25.4%), Partners Group (+22.9%) et Swiss Life (+9.3%). Logitech a également profité de son statut de valeur technologique et a fortement rebondi (+20.9%) après avoir été chahutée par les changements successifs de CFO et de CEO.

Les plus grosses baisses du trimestre se caractérisent par leur cyclicité et des valorisations élevées. Des craintes d'un ralentissement mondial, en particulier en Chine, ont pesé lourdement sur Compagnie Financière Richemont (-23.9%).

Les valeurs cycliques ont été fortement pénalisées en septembre quand le marché a intégré le fait que les taux d'intérêt des principales banques centrales resteraient élevés pour plus longtemps que prévu initialement. Notons toutefois que ces anticipations changent très rapidement et qu'il se pourrait fort bien que la FED américaine ne relève plus ses taux.

Les valeurs de capitalisations moyennes ont moins bien performé, étant également de nature plus cyclique. Le SMIM (valeurs moyennes) a perdu 7.4% et le SPI (l'ensemble du marché suisse) 3.3%.

En termes de valorisation, le marché est redevenu relativement attractif. Le dividend yield (3.3%) est actuellement exactement sur sa moyenne de 10 ans (3.3%) et reste toujours attrayant vis-à-vis des taux obligataires. Le niveau du prix par rapport aux bénéfices (P/E ratio de 18.1x) est légèrement en dessous de sa moyenne de 10 ans (18.9x).

Fig.4: Actions suisses (Indice SPI) sur 5 ans

Source: IAM



Fig.5: Performance (en %) des actions du SMI sur le dernier trimestre

Source: IAM

