



REVUE TRIMESTRIELLE
SUISSE - Q3 2017

La remontée des taux
d'intérêt se confirme.

La remontée des taux d'intérêt se confirme.

Jean-Louis Richard, Senior Financial Analyst, CFA, FRM

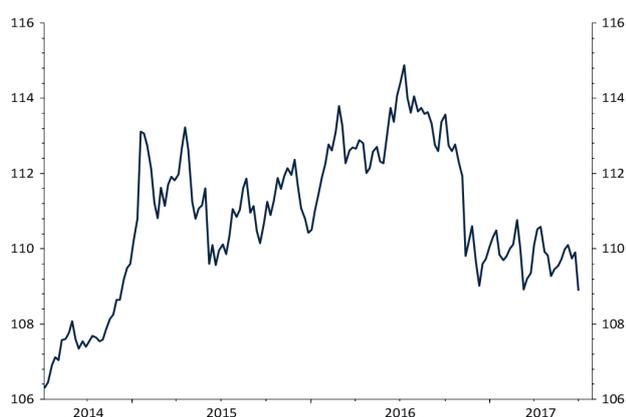
Juillet 2017

Il a fallu attendre les derniers jours du trimestre pour que les oscillations des rendements obligataires dessinent finalement une tendance: à la hausse. Autrement dit, après plusieurs montagnes russes, les taux d'intérêt ont confirmé leur remontée entamée pendant l'été 2016.

Le rendement des emprunts à 10 ans de la Confédération sont venus taquiner les valeurs positives à -0.02%. Le cours de l'obligation a terminé le trimestre sur une moins-value de -1.3%.

L'inflation n'y est pour rien, puisqu'elle est restée très basse à +0.2% en glissement annuel. L'épisode de recul du niveau général des prix s'est éloigné. Le principal événement déclencheur de la baisse des obligations a été un commentaire de la Banque centrale européenne (BCE) sur l'approche du moment où elle commencera à atténuer sa politique monétaire ultra accommodante.

Fig. 1: Indice des obligations suisses
Source: Thomson Reuters



Cette évolution, l'issue des élections françaises et des mesures destinées à renforcer les banques en Italie et en Espagne ont été autant de facteurs favorisant le renforcement de l'euro et celui du franc dans son sillage.

Sur le marché des actions, les bonnes nouvelles conjoncturelles ont soutenu les cours; en Suisse, l'appréciation a été de +5.1% sur 3 mois. Le gain depuis le début de l'année atteint +13.0%. Les petites capitalisations ont encore une fois surperformé.

La croissance économique suisse a accéléré à +1.1% au premier trimestre. La tendance devrait continuer pour déboucher sur une croissance entre +1.4% et +1.5% pour l'ensemble de 2017, selon les instituts conjoncturels.

Sur le marché immobilier, les prix des logements sont globalement restés stables sur un an; toutefois, le taux de vacance s'est inscrit en hausse. L'accalmie sur le front des hypothèques s'est confirmée: leur croissance est restée stable à +2.6%, estime la Banque nationale suisse (BNS).

Marché des actions

Les bonnes nouvelles conjoncturelles ont été bénéfiques aux actions: le SPI, l'indice large de la bourse suisse, s'est apprécié de +5.1% au cours du trimestre; son gain depuis le début de l'année est de +13.0%. Malgré ces performances, le SMI, l'indice des grandes valeurs, n'a toujours pas battu son sommet d'août 2015; il lui manque une hausse de +6.9% pour y parvenir; de la même manière, une hausse à peine plus prononcée, +7.0%, le hisserait au sommet historique atteint en 2007 juste avant le déclenchement de la crise.

Au cours du trimestre, les petites valeurs ont continué de surperformer à l'instar de Straumann (+18.4%) qui est resté sur sa lancée de forte croissance et de gains de parts de marché, de Kuehne-Nagel (+17.2%) qui devrait bénéficier de l'accélération du commerce mondial ou encore de Sonova (+13.7%) qui a retrouvé de bons chiffres de croissance après un épisode moins dynamique.

Les grandes valeurs défensives ne sont pas en reste: Nestlé (+11.9%) a bondi, fin juin, à la nouvelle qu'un investisseur activiste a pris une participation de 1.3%; SGS (+8.9%) s'est nourri de l'espoir que le plus dur dans les secteurs des mines et de l'énergie était der-

Fig. 2: Indice SPI des actions suisses
Source: Thomson Reuters



rière nous; Novartis (+7.3%) a bénéficié de l'annonce de résultats cliniques positifs dans une indication où les anticipations étaient à peu près nulles.

A l'opposé, Roche (-4.5%) est la valeur la plus faible du SMI sur 3 mois après la publication des détails d'Aphinity, l'étude à l'aide de laquelle Roche a démontré la supériorité dans le cancer du sein de sa combinaison Perjeta+Herceptin par rapport au traitement habituel. Toutefois, pour de nombreuses patientes, l'écart entre les deux thérapies apparaît insuffisant pour justifier le surcoût engendré par la combinaison.

Les titres horlogers, Richemont (-0.2%) et Swatch (+0.5%) ont digéré leurs hausses récentes sur fond de statistiques toujours mitigées sur les exportations de montres.

Enfin, les rachats de Syngenta et d'Actelion ont été menés à bien et les actions des deux groupes ont été retirées de la cote. Elles ont été remplacées dans l'indice des grandes capitalisations par Lonza (+19.7%) et Sika (+4.1%).

Galenica a effectué l'introduction en bourse de ses activités de distribution; la nouvelle société s'appelle Galenica (+15.5% depuis l'IPO en avril); le reste du groupe, désormais nommé Vifor-Pharma (+0.1%), est centré autour des deux franchises du fer intraveineux et du contrôle du potassium chez les patients en néphrologie.

Inflation et marché obligataire

La poursuite de la reprise globale a été la tendance de fond prépondérante pendant le trimestre écoulé. Il convient également de retenir l'indication donnée par la BCE d'une prochaine normalisation de sa politique monétaire; elle s'est traduite, en fin de période, par une remontée des taux d'intérêt et par l'appréciation de l'euro face à la plupart des devises, le dollar en particulier. L'issue des élections françaises, ainsi que les mesures prises pour renforcer les banques en Italie et en Espagne ont favorisé le renforcement de l'euro.

Par ailleurs, la discipline des pays producteurs de pétrole à limiter leur production s'est déjà étioilée avec pour conséquence, une nouvelle faiblesse des cours de l'énergie.

L'emprunt à 10 ans de la Confédération a vu son rendement, toujours négatif, passer de -0.09% à -0.02%. Le cours de l'emprunt de référence s'est tassé de -1.3% sur 3 mois

L'indice des obligations suisses notées entre AAA et BBB s'est tassé de -1.0% au cours du trimestre. Son recul est de -1.2% pour l'ensemble de l'année. Le rendement sur cet indice était (positif) de 0.3% en fin de période.

Le Libor 3 mois, le taux de référence de la politique monétaire de la BNS, est resté autour de -0.73%. Ce taux ne parvenant pas à affaiblir suffisamment le franc, la BNS a poursuivi ses «interventions sur le marché des changes», selon son communiqué. Au cours du trimestre, ses avoirs à vue ont progressé de 21 milliards pour une fortune totale de 576.4 milliards.

Sur le marché des changes, le franc a été à la remorque d'un euro en verve. Autrement dit, le franc a reculé contre l'euro, mais s'est apprécié contre les autres grandes devises. La monnaie commune européenne s'est appréciée de +2.4% par rapport à la devise helvétique. Le dollar a plongé de -4.5% contre le franc; la livre sterling s'est émoussée de -0.9%; le yen japonais a concédé -5.3%.

L'inflation a confirmé son retour en territoire positif à faible niveau. La variation de l'indice des prix à la consommation sans les prix plus volatiles de l'énergie et de l'alimentation était de +0.2% en juin en glissement annuel. L'indice incluant le pétrole et l'alimentation progresse également de +0.2% après un épisode plus dynamique qui avait été suscité par le rebond du prix du pétrole en 2016 (Fig. 3).

Fig. 3: Prix à la consommation (sans énergie et alimentation)

Source: Thomson Reuters



Le pétrole est désormais sur une pente descendante. Après son recul de -8.6% en francs au cours du premier trimestre, il a encore concédé -13.0%. Les autres grandes matières premières étaient également orientées à la baisse. L'or et le cuivre ont à peu près effacé leurs gains du début d'année en perdant -4.7% pour le premier et -3.1% pour le second.

Economie suisse

Après une fin d'année 2016 décevante, la croissance a accéléré début 2017, mais moins qu'attendu. L'expansion économique s'est établie à +1.3% en 2016 et à +0.7% au quatrième trimestre.

Elle s'est améliorée à +1.1% au cours du premier trimestre de 2017. Les indicateurs conjoncturels comme le KOF et le PMI se sont tassés en fin de trimestre, mais restent à des niveaux élevés signalant normalement une croissance plus élevée. Pour l'ensemble de l'année, le SECO s'attend à une amélioration même après avoir réduit sa prévision de +1.6% à +1.4%. La BNS table sur une croissance de +1.5%.

Le commerce extérieur a apporté une contribution positive grâce à la reprise mondiale et devrait continuer dans ce sens; la consommation devrait également favoriser l'accélération conjoncturelle grâce à l'amélioration du marché du travail et à l'immigration. Les investissements dans la construction devraient s'étoffer modestement. En début d'année, l'évolution des différentes branches de services a été faible, voire certaines ont été en recul.

Le taux de chômage était de 3.2% en données désaisonnalisées, contre 3.3% pendant les trimestres précédents; il devrait progressivement se tasser en 2017. En données comparables à l'international, le taux de chômage était de 5.0%.

L'encours des hypothèques, qui représente les 2/3 des crédits environ, a connu une progression stable autour de +2.6% sur un an. Celle-ci a nettement décéléré depuis 4 ans. L'accroissement des hypothèques était allé jusqu'à dépasser le rythme de 5.0% à deux reprises, en 2011 et en 2009. La BNS s'est félicitée de l'accalmie, tout en notant que le secteur immobilier demeurerait un facteur de risque.

Malgré une hausse du nombre de logements vacants, les prix de l'immobilier résidentiel sont demeurés «proches de leurs niveaux un an plus tôt», note la BNS. Les prix des maisons individuelles se révèlent plus robustes que ceux des appartements. Les loyers, dont la pondération dans l'indice des prix à la consommation est de 20%, devraient légèrement reculer en vertu de leur indexation aux taux d'intérêt (prise en compte des récentes baisses).