

REVUE TRIMESTRIELLE
SUISSE - Q2 2022

L'inflation inquiète

L'INFLATION INQUIETE

Daniel PFUND, Senior Financial Analyst

Avril 2022

Macroéconomie

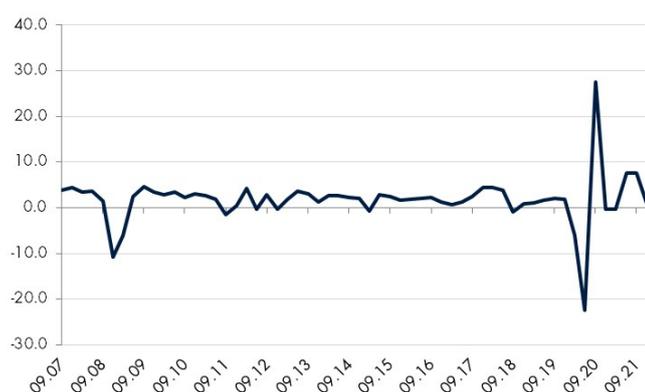
La pandémie de COVID-19 continue, même des années après son apparition, à marquer la situation économique en Suisse, comme partout ailleurs dans le monde. Au quatrième trimestre (dernier chiffre connu), le PIB a augmenté de seulement 1.1% par rapport à l'année dernière, après avoir fortement progressé au cours des deux trimestres précédents (données trimestrielles annualisées et corrigées des variations saisonnières). En 2021 l'économie suisse a progressé dans son ensemble de 3.7% grâce à des effets de base de comparaison très faibles. Le PIB se situe à présent 2% au dessus du niveau atteint avant la pandémie.

Suite à ce ralentissement, la création de valeur a stagné de manière générale dans les branches des services. L'hôtellerie et la restauration ont notamment été affectés par une nouvelle détérioration de la situation pandémique. A l'opposé, l'industrie manufacturière a fortement progressé. La consommation privée a vu un net ralentissement (passant de 11.2% à 1.2%) et les exportations totales ont impacté négativement le PIB (-2.2%).

Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS a revu à la baisse sa prévision pour 2022 et table désormais sur une croissance du PIB d'environ 2.5%.

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

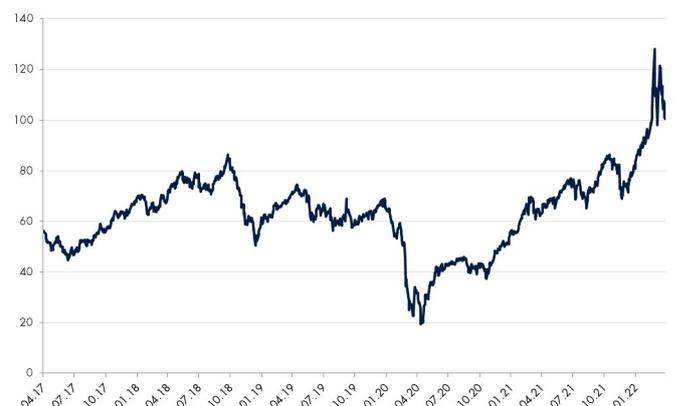
Source: IAM



Ces prévisions restent bien évidemment entachées d'une incertitude accrue du fait de la guerre en Ukraine. Il est en effet extrêmement difficile de prédire l'évolution de la guerre et quelles répercussions économiques elle aura. Pour l'instant, le principal effet provient d'une augmentation massive et rapide du prix du pétrole et du gaz (cf. Figure 2). Cette hausse des matières premières devrait peser sur la consommation et faire augmenter les coûts de production des entreprises. Le commerce extérieur devrait aussi être affecté par la guerre mais pas de façon marquée, étant donné la faible importance des relations économiques directes de la Suisse avec l'Ukraine et la Russie. Les difficultés d'approvisionnement touchant des produits intermédiaires importés pourraient s'aggraver et l'incertitude pourrait nuire aux investissements.

Fig.2: Evolution du Brent (USD/barril)

Source: IAM

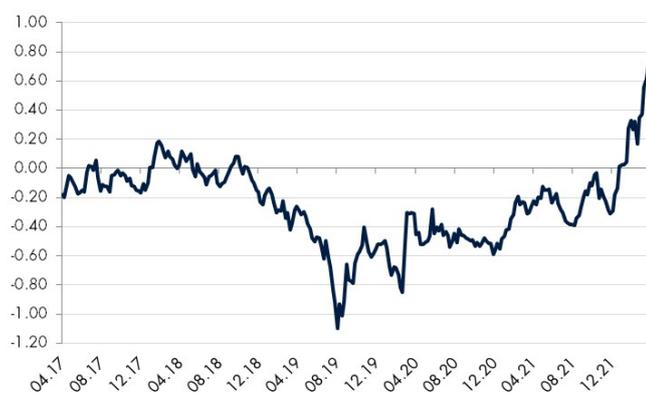


La situation sur le marché du travail en Suisse commence à être tendue. Le nombre d'emplois exprimé en équivalents plein temps a de nouveau progressé. Des postes ont été créés aussi bien dans les branches des services que dans l'industrie manufacturière. En revanche, l'emploi est resté stable dans la construction. Le taux de

chômage a fléchi à 2.2% en février, ce qui correspond à peu près au niveau enregistré en février 2020 au début de la pandémie.

L'indice des prix à la consommation a progressé en Suisse comme partout ailleurs dans le monde. Le dernier chiffre connu est une augmentation de 2.2% de l'indice des prix à la consommation pour février et l'inflation sous-jacente (hors biens et services importés) est de 1.3%. Evidemment, le prix des produits pétroliers est le contributeur le plus fort, avec une croissance de 27.2%. Dans ce contexte de hausse d'inflation, ce sont naturellement les taux d'intérêt qui ont pris l'ascenseur. Les taux longs de la Confédération (10 ans) ont atteint des points hauts plus vus depuis 2018 et sont maintenant nettement en territoire positif. Sur la courbe des taux de la Confédération suisse, seules les échéances inférieures à 3 ans restent en territoire négatif.

Fig.3: Rendements des emprunts fédéraux à 10 ans
Source: IAM



Marchés boursiers

Les cours des actions ont atteint de nouveaux records dans les principales économies jusqu'au début du mois de janvier. Ils ont ensuite commencé à reculer largement face aux signaux de plus en plus évidents d'un resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis. Avec l'éclatement de la guerre en Ukraine, les marchés ont enregistré un nouveau recul, avant de se redresser mi-mars.

Le marché suisse étant caractérisé par sa forte concentration dans quelques grosses capitalisations défensives (Nestlé, Novartis, et Roche) s'en sort nettement mieux en comparaison internationale. La baisse des grandes capi-

talizations (mesuré selon l'indice du SMI) n'est que de -5.6% pour le premier trimestre. Les actions suisses ont également profité de la hausse des taux, ce qui a fait progresser les valeurs financières à l'instar des performances exceptionnelles de Zurich insurance group (+14.1%) ou UBS (+10.5%).

Les petites valeurs ont moins bien performé de part leur plus grande sensibilité au cycle économique et leur moindre diversification. L'indice des valeurs moyennes (SMIM) perd ainsi -10.6% pendant le premier trimestre. Toutefois, comme pour les grosses capitalisations, certains titres s'en sont sortis avec des performances exceptionnelles (Helvetia +12.4%, Bâloise +10.7%).

Ce repli stratégique vers les titres défensifs, ainsi que ceux sensibles aux taux d'intérêt, augure une année 2022 spécialement propice à la bonne sélection de titres. La gestion active devrait ainsi largement faire mieux que la gestion passive.

La saison des résultats pour le premier trimestre venant de commencer, il est difficile d'en tirer des conclusions. De toutes façons, la plupart des sociétés ne publient pas des résultats complets, mais dévoilent uniquement la progression du chiffre d'affaires. En Suisse, la loi n'oblige pas les sociétés à publier des résultats complets trimestriellement. Nous pensons que le chiffre d'affaires ne sera pas révélateur de la tendance sous-jacente de compression des marges due à l'inflation des matières premières. Il se pourrait même que le chiffre d'affaires puisse être particulièrement fort suite à la répercussion de la hausse des prix, mais que les marges se compressent quand même. Les sociétés hésitent souvent à passer des augmentations de prix à court terme suite à une inflation perçue comme temporaire. Mais comme celle-ci est devenue structurelle, nous pourrions assister à des hausses de prix décalées de quelques trimestres.

En termes de valorisation, le marché est relativement cher à court terme. Le dividend yield (2.8%) est actuellement en dessous de sa moyenne de 10 ans (3.4%). Le niveau du prix par rapport aux bénéfices (P/E ratio de 18.8x) est légèrement au-dessus de sa moyenne de 10 ans (17.6x). Si les taux d'intérêt continuent d'augmenter, cela pourrait faire pression sur les multiples et ainsi faire baisser les marchés.

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

