

REVUE TRIMESTRIELLE
SUISSE - Q4 2022

La fin d'une époque

LA FIN D'UNE EPOQUE

Daniel PFUND, Senior Financial Analyst

Octobre 2022

Macroéconomie

L'ère des taux négatifs est terminée. En effet, la Banque Nationale Suisse (BNS) a augmenté ses taux directeurs deux fois de suite (une fois de 0.5% le 16 juin et une seconde fois de 0.75% le 22 septembre), faisant passer le taux à court terme de -0.75% à 0.5% . L'argent n'est plus gratuit! Cela va bouleverser les entreprises les plus endettées à moyen terme. Des taux plus élevés vont également impacter négativement les valorisations, ce qui met une pression sur les marchés boursiers par le biais du taux d'intérêt utilisé pour escompter les bénéfices futurs (et particulièrement pour les titres dits de « croissance »).

Au deuxième trimestre, le PIB a augmenté de 1.1% par rapport à l'année dernière. Ce taux de croissance était inférieur aux attentes et s'explique principalement par le ralentissement observé dans l'industrie. Les perspectives à court terme se sont assombries depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La Suisse étant une économie très intégrée, l'évolution conjoncturelle future va dépendre de l'affaiblissement de l'économie à l'étranger et de la disponibilité de l'énergie en Suisse. Ce sont essentiellement les prix du gaz naturel et de l'électricité qui ont fortement

augmenté jusqu'ici. Si des rationnements de gaz ou d'électricité devaient être mis en place, cela pourrait considérablement peser sur l'économie suisse. Dans son scénario de base pour la Suisse, la BNS table sur une croissance du PIB d'environ 2% pour 2022.

Cependant, les capacités de production de l'économie continueront encore un certain temps à être sous-utilisées. Comme pour les autres pays, la prévision concernant la Suisse reste entachée d'une incertitude accrue du fait de la pandémie.

Sur le marché du travail, l'évolution favorable s'est poursuivie. D'après les statistiques de l'emploi, le nombre d'emplois en équivalents 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 a encore reculé ces derniers mois. Fin août, en données CVS, 97'000 personnes étaient inscrites au chômage (-5'000 par rapport à fin mai). Le taux de chômage établi par le SECO s'inscrivait fin août à 2.1% en données CVS.

Un thème récurrent dans l'économie mondiale est l'augmentation de l'inflation. En Suisse, l'indice des prix à la

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

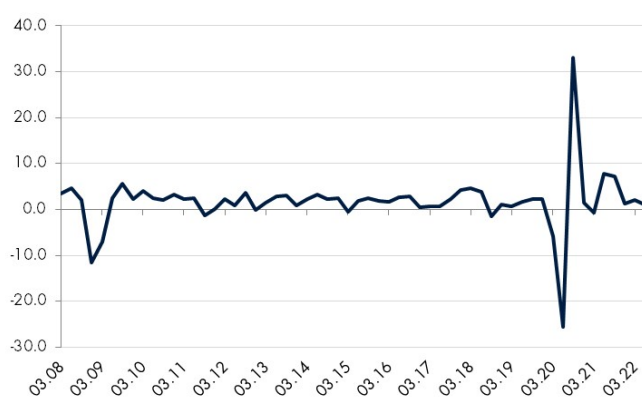
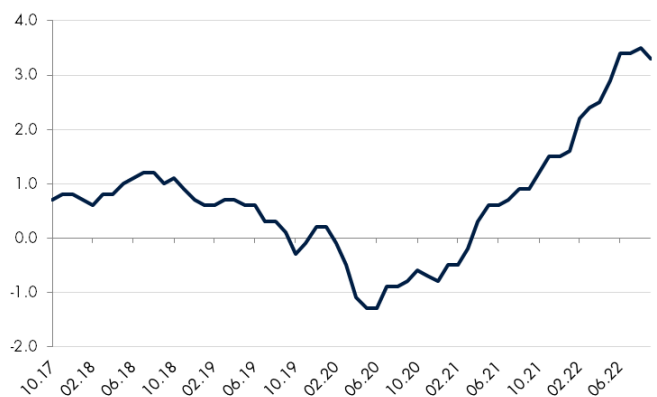


Fig.2: Indice des Prix à la Consommation (IPC année/année)
Source: IAM

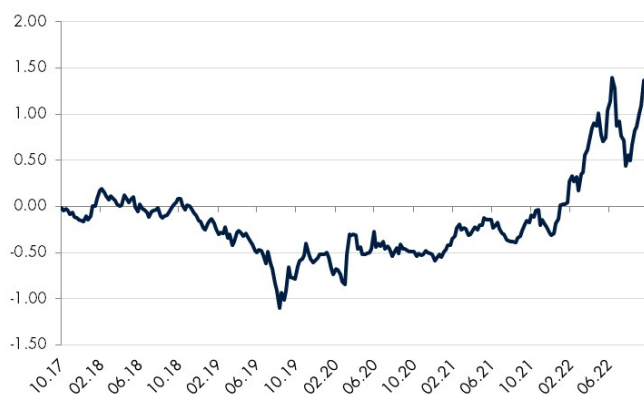


consommation a également progressé régulièrement et ce, maintenant, depuis plus de deux ans. L'indice s'inscrit à 3.1% au mois de septembre (en variation par rapport à l'année précédente). Bien qu'il soit en baisse (l'IPC était de 3.3% en août, cf figure 2 sur la page précédente), la BNS a clairement laissé entendre que n'avions pas atteint le point haut.

Cette progression d'inflation provient surtout du taux de renchérissement des biens et services importés, qui s'est établi à 8.6% en août. Cette évolution s'explique principalement par celle des prix des produits pétroliers en hausse annuelle de 42.3% en août. En Europe, nous constatons également la même hausse des prix sur le gaz naturel; phénomène amplifié par le manque de stockage durant l'été, ainsi que par une coupure quasiment complète provenant de la Russie. Si l'hiver prochain s'annonce rude, il faudra s'attendre à une forte hausse des prix pour le consommateur.

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. Malgré une petite baisse au début du trimestre, les taux longs de la Confédération (10 ans) ont atteint à nouveau des points hauts plus vus depuis 2017. L'ère des taux négatifs est également terminée pour les emprunts à long terme. D'ailleurs, toutes les échéances d'emprunt sont maintenant en territoire positif et nous assistons à un aplatissement de la courbe des taux assez marqué (toutes les échéances ayant des rendements proches).

Marchés boursiers

Les cours mondiaux des actions ont surtout été influencés

par les changements dans les anticipations concernant l'étendue et la rapidité du resserrement de la politique monétaire au sein des grandes zones monétaires. Les acteurs du marché, qui pensaient encore à une politique monétaire moins restrictive, ont perdu toute illusion lorsque la FED américaine a clairement indiqué qu'elle n'avait pas fini de relever ses taux directeurs.

Pendant ce trimestre, le marché suisse est officiellement rentré en « bear market », ce qui correspond à une baisse de plus de 20% depuis le sommet. La Suisse n'échappe ainsi pas à la baisse des actions mondiales, et ce malgré le fait que ce marché soit un des plus défensifs, grâce à sa forte pondération en valeurs pharmaceutiques (Roche et Novartis) et alimentaire (Nestlé).

Le marché suisse a également été impacté par sa valorisation élevée en relation des autres marchés européens. Malgré son statut de valeur refuge, le SMI (20 plus grandes valeurs) a quand même perdu 4.41% sur le trimestre. Seulement 3 titres sur 20 ont réussi à obtenir une performance positive. Les petites valeurs ont moins bien performé, ayant une moindre liquidité et une exposition souvent plus locale. Le SMIM (valeurs moyennes) a perdu 10.24% et le SPI (l'ensemble du marché suisse) 4.83%. Les valeurs exposées au dollar américain ont profité de son renchérissement (le dollar US ayant gagné 3.3% sur le trimestre et plus de 8% depuis le début de l'année contre le franc suisse).

Le troisième trimestre a été caractérisé par une concentration forte dans les performances de quelques grosses capitalisations uniquement. En effet, seulement 6 titres font mieux que le SMI, ce qui rend la surperformance pour les gérants actifs d'autant plus difficile. A noter que pendant ce trimestre, Logitech est revenu dans le SMI au dépens de SGS. Nous sommes un peu surpris des performances en demi teinte des financières (banques et assurances). Vu la hausse des taux d'intérêt, on pouvait s'attendre à des meilleures performances.

En termes de valorisation, le marché est redevenu relativement attractif. Le dividend yield (3.4%) est actuellement au dessus de 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 16.5x) est en dessous de sa moyenne de 10 ans (17.8x).

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

