



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire

4 juillet 2022

Investisseur, laisse toi tenter par l'exotisme: regarde la Suisse

Un pays d'ailleurs pas si exotique que cela. La Suisse est la 17^{ème} économie mondiale avec un PIB de 616 Mds dollars en 2020 selon la Banque mondiale, pour une population de 8,7 millions d'habitants. Le PIB/habitant s'établit à 71 000 dollars, soit le 5^{ème} ratio le plus élevé à l'échelle mondiale (hors micro Etats), derrière le Qatar.

Comment expliquer cette performance ?

Une utilisation intensive du travail avec un taux d'emploi des 15-64 ans (80%) sans équivalent dans l'UE avec un recours très significatif à la population immigrée, une durée du travail élevée et un système éducatif performant, tant pour les formations supérieures que pour les cursus professionnels.

Mais aussi une forte compétitivité à l'export : la Suisse affiche un excédent courant de 7,5% du PIB, avec une spécialisation dans des secteurs industriels intensifs en R&D : chimie-pharmacie, appareils médicaux, horlogerie (1er exportateur mondial), machines, électronique et métaux. Une activité développée du secteur financier enfin, à l'origine de 9% de la valeur ajoutée, et du négoce de matières premières (générant des marges internationales équivalentes à 5% du PIB).

Ceci ne fait d'ailleurs que refléter une qualité de gouvernance exceptionnelle qui lui vaut les meilleurs rangs dans les classements internationaux. Elle se manifeste par un modèle politique unique qui mêle fédéralisme et démocratie directe, un gouvernement central faible, une réglementation peu contraignante, des universités de recherche de premier plan et une rivalité en matière d'éducation et de fiscalité entre les cantons qui composent la Confédération.

Le marché actions n'est pas si exotique que cela non plus. La part de la capitalisation boursière flottante suisse dans le MSCI World AC est de 2,6 %, et se situe entre la France (2,8%) et l'Allemagne (2,5%). La Suisse représente 17,2% du Stoxx Europe Large et 16,1% du MSCI Europe.

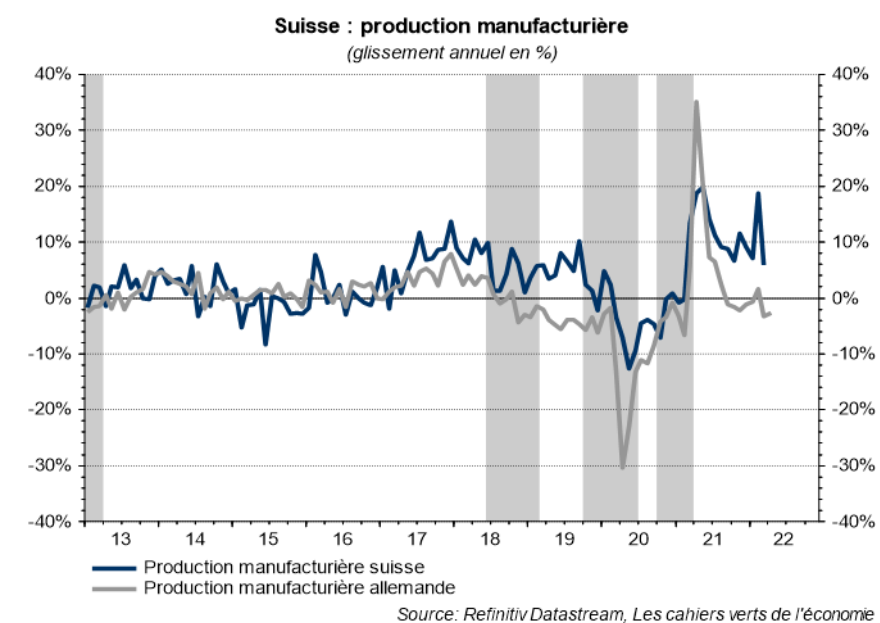
Un poids dans le marché qui reflète l'internationalisation du système productif suisse. Par rapport à son PIB, la Suisse a la plus forte densité au monde d'entreprises multinationales qui contribuent, d'une manière générale, à environ un tiers de la production locale, une part beaucoup plus élevée que dans d'autres pays de taille comparable. Et ce de façon relativement diversifiée : banque (UBS et Credit Suisse), assurance (Swiss Re et Zurich), pharmacie (Roche et Novartis), alimentation (Nestlé, Lindt & Sprüngli, Barry Callebaut), commerce des matières premières (Glencore et Gunvor), horlogerie (Richemont, Patek Philippe et Rolex).

Depuis le début de l'année (au 30 juin), la surperformance du SMI vs EuroStoxx et S&P500 en total return est indéniable (-14,3% vs -18,1% et -19,7% respectivement). Et en euros, le SMI a affiché -11,3% vs -18,1% pour l'euroStoxx et -13,8% pour le SP 500.

La surperformance du SMI sur le premier semestre 2022 est d'autant plus impressionnante qu'il n'y a pas de secteur Oil and Gas dans l'indice.

Qu'est-ce qui nous pousse à encore sur pondérer le marché suisse ? Il y a en fait 7 points à considérer.

1/ Des arguments macro tout d'abord. Certes, la conjoncture va s'affaiblir, mais elle reste plus robuste que dans la Zone euro. En particulier, la production manufacturière reste nettement mieux orientée en Suisse qu'en Allemagne (cf. graphique ci-dessous).



L'économie suisse est moins pénalisée par le choc énergétique causée par la guerre d'Ukraine en raison de la faible dépendance de la Suisse aux énergies fossiles (en particulier au gaz et au charbon). Son avantage par rapport à l'UE tient beaucoup à l'hydroélectricité (cf. tableau ci-dessous).

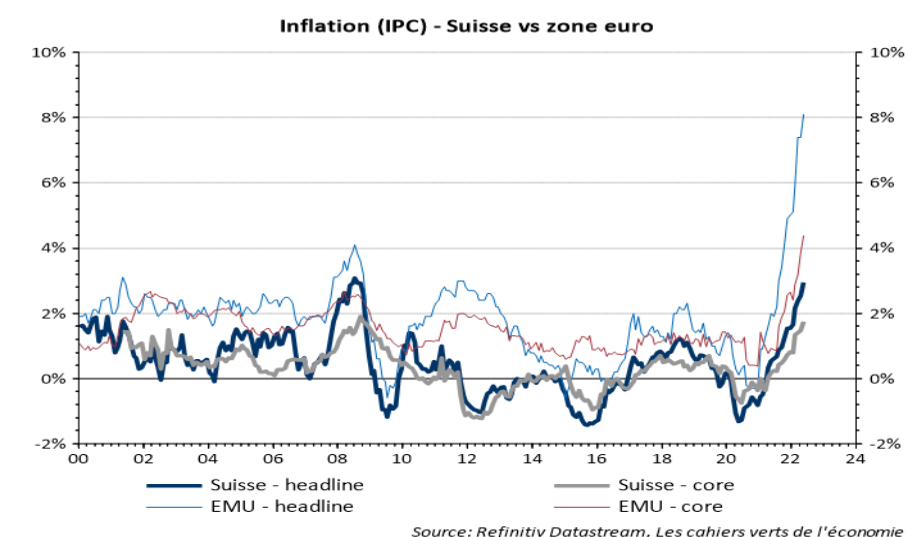
Décomposition de la consommation énergétique par source (en %)

	Suisse	UE
Fossile	61,8	68,9
- dont pétrole	46,2	34,7
- dont gaz	15,6	23,7
- dont charbon		10,5
Renouvelable	28,0	18,4
- dont hydroélectricité	17,4	na
Nucléaire	10,2	12,7

Sources : IEA, BFS, Eurostat, Les Cahiers Verts

Ajoutons que la Suisse est l'un des rares pays dans le monde (avec le Japon, la Chine et quelques pays est-asiatiques) à ne pas être touché par une forte dynamique inflationniste.

La hausse (nominale) du franc suisse permet à l'inflation suisse d'être significativement plus faible qu'en Zone euro (cf. graphique ci-dessous), ce qui en retour permet de contenir l'appréciation du franc suisse en termes réels (voir infra).



2/ Le beta du marché suisse est relativement faible (~65% vs l'eurostoxx au cours des 20 dernières années) en raison principalement d'une composition indicielle défensive (cf. tableau ci-dessous) et du rôle contra-cyclique joué par le franc suisse. Un point attractif aujourd'hui dans le cadre d'une stratégie d'investissement prudente à 6 mois.

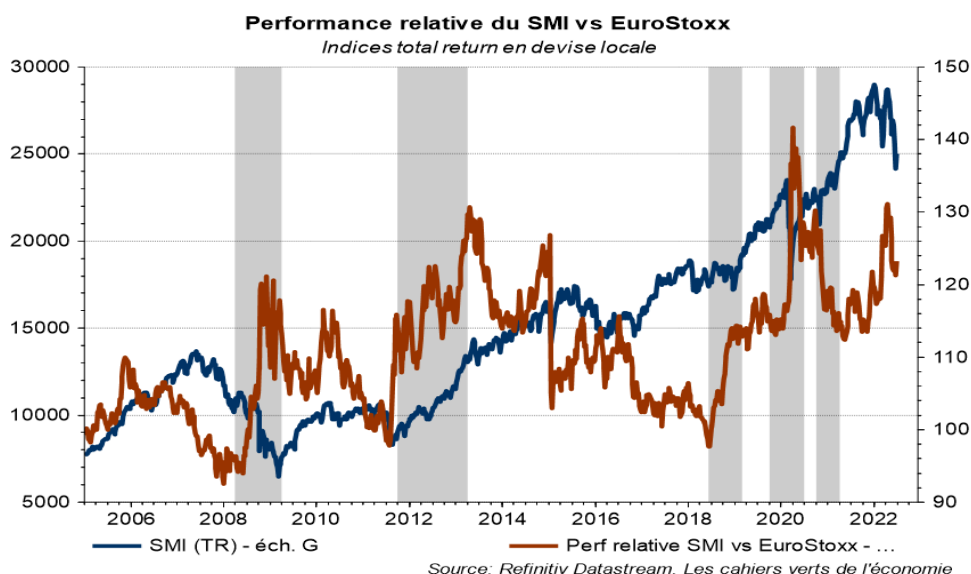
Composition sectorielle

en %	MSCI Suisse	MSCI EMU
Santé	34,5	8,4
Conso non cyclique	23,3	8,4
Financières	16,5	15,3
Industrielles	9,4	15,4
Ressources de base	7,9	6,7
Conso cyclique	5,1	15,9
IT	1,4	12,7
Immobilières	0,6	1,3
Communication	1,2	5,1
Utilities	0,0	5,7
Energie	0,0	5,3
Défensives	59,0	27,5
Cycliques (*)	23,0	44,5

(*) ex Financières et Tech

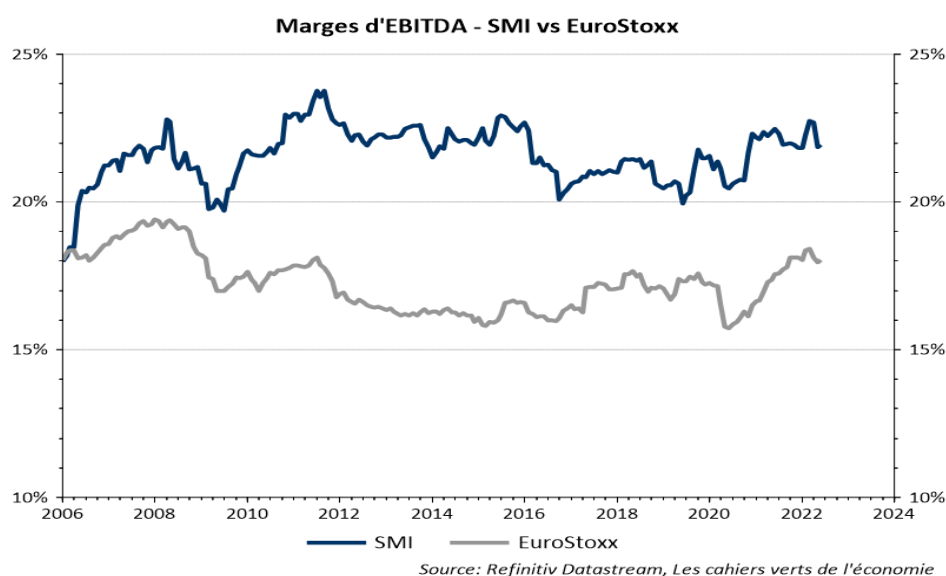
Source : MSCI, Les Cahiers Verts

3/ Le marché des Big Caps suisses est défensif. Il tend à surperformer l'eurostoxx dans les environnements compliqués à faible visibilité, à volatilité élevée et à croissance faible (zones grisées du graphique ci-dessous).

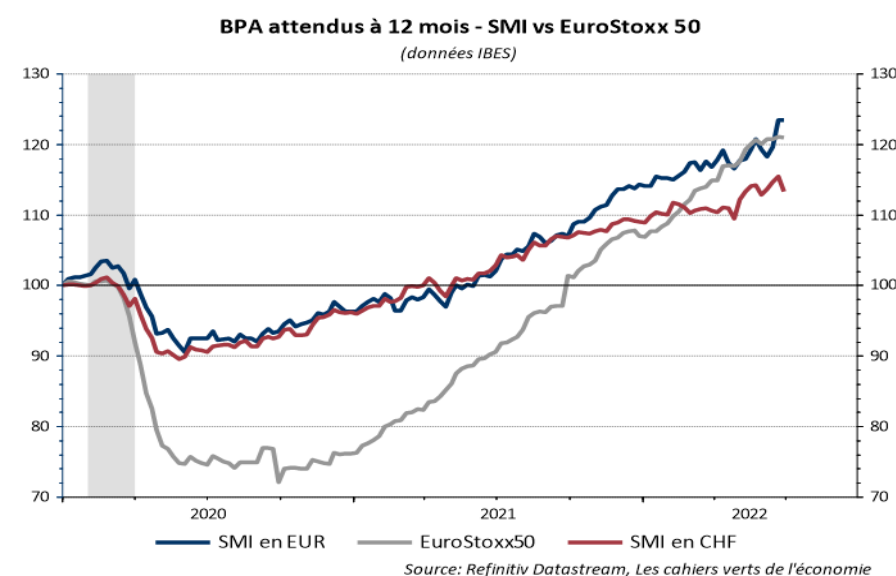


Il faut cependant porter une attention particulière à l'évolution des taux réels, le marché suisse ayant un biais croissance et duration longue. Mais ici, nous croyons plutôt à un potentiel baissier d'ici la fin de l'année, ce qui est favorable au marché suisse en relatif

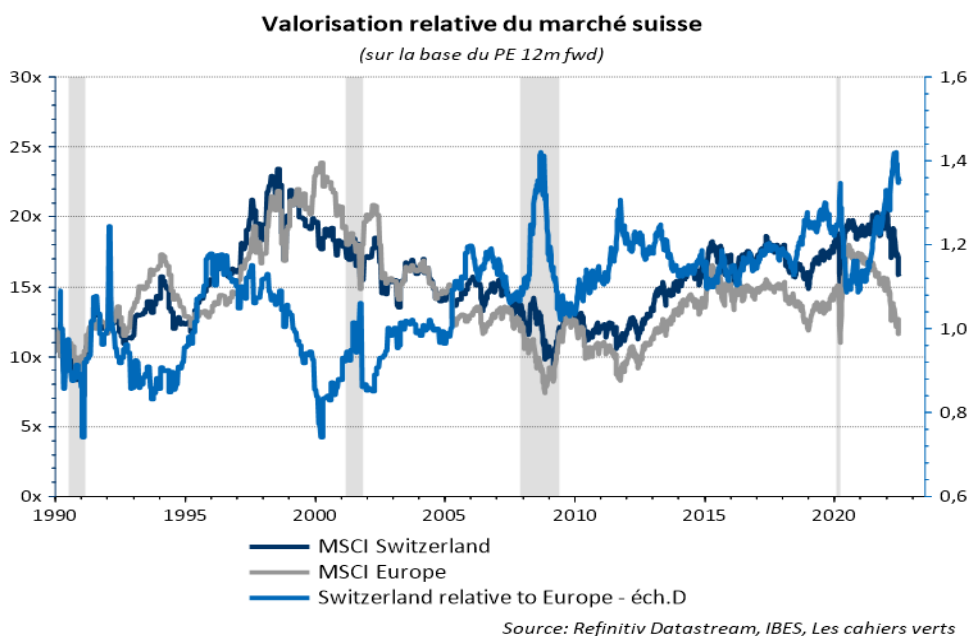
4/ On sait que la capacité de résistance des marges va être un vecteur discriminant entre les valeurs et secteurs dans les prochains trimestres. Or, les entreprises suisses cotées ont des marges structurellement plus élevées que celles de leurs homologues européennes (cf. graphique ci-dessous), ce qui leur permet de mieux absorber l'inflation. C'est notamment le cas dans les secteurs de la santé et de la consommation, tant cyclique que non-cyclique.



5/ S'agissant de la croissance des BPA, les attentes pour 2022 et 2023 semblent un peu optimistes, mais moins que celles observées en Zone euro (cf. graphique ci-dessous). La croissance des BPA du SMI anticipée pour 2022 atteint 10% contre 12% pour l'Eurostoxx alors que la dynamique macro est moins bien orientée en relatif en Zone euro.

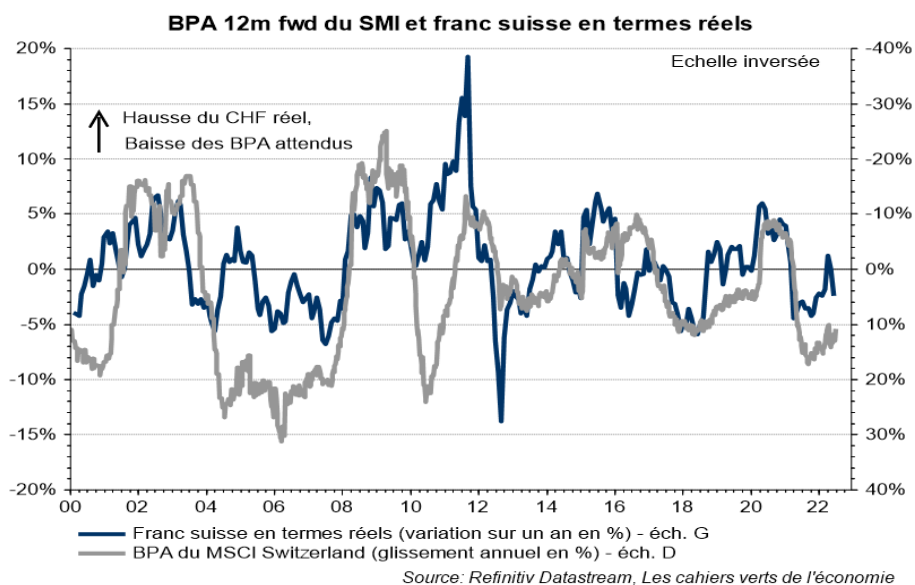


6/ Certes, les actions suisses sont chères en relatif par rapport aux actions de la Zone euro (PE 12m fwd de 14,9x contre 11,5x, soit une prime de 29% contre 14% historiquement, cf. graphique ci-dessous). Mais la prime historique s'explique largement par le biais Qualité des actions suisses, alors que les actions européennes ont un biais davantage Value. La qualité a un prix.



7/ Faut-il s'inquiéter d'un impact potentiellement négatif de la hausse du franc suisse sur les BPA des entreprises suisses ? Le franc suisse s'est, il est vrai, fortement apprécié en termes nominaux face à l'euro ainsi qu'on l'a déjà signalé supra. Le relèvement surprise des taux directeurs par la BNS en juin (+50bp, de -75bp à -25bp le 16 juin) a encore poussé le franc suisse à la hausse. Mais le critère décisif en termes de compétitivité est le taux de change effectif (contre l'ensemble des devises

significatives) et réel (une fois pris en compte l'écart d'inflation avec les pays partenaires). L'inflation suisse étant considérablement inférieure à celle du reste du monde (et à la Zone euro en particulier), la valeur effective réelle du franc suisse a finalement peu progressé (cf. graphique ci-dessous). Le franc suisse, malgré sa force, ne représente donc pas aujourd'hui un risque baissier majeur pour la dynamique des BPA des entreprises suisses.



Au total, le marché des Big Caps suisses (SMI) est un bon moyen de jouer la rotation en termes de secteurs et de styles d'investissement que nous attendons pour les prochains mois. Nous restons dans un régime de type stagflationniste. Jusqu'à présent, les investisseurs se sont concentrés sur la partie inflation de ce régime. Ils commencent désormais à se concentrer sur la partie récession¹. Ce glissement devrait bénéficier aux style Low Vol et Qualité et être plus favorable aux thématiques à durée longue que Value. Or, le marché suisse présente des corrélations élevées avec ces styles et thématiques (cf. tableau ci-dessous).

**Beta du SMI aux différents styles du MSCI Europe
(beta calculé sur variations hebdo depuis 2010)**

Low Volatility	0,938
Quality	0,858
Growth	0,811
Value	0,642

Sources : Bloomberg, Les Cahiers Verts

¹ Voir notre chronique du 27 juin : « Que jouer d'ici fin 2022 - Poursuite de la stagflation ou entrée en récession ? »