

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



4 mars 2015

PIB suisse en hausse de +2% en 2014. Perspectives 2015 : +1.7%

La croissance suisse surprend positivement au 4^{ème} trimestre. La consommation privée et les exportations resteront les moteurs de la progression du PIB en 2015.

Points clés

- Le PIB suisse avance de +0.6% au 4^{ème} trimestre et termine en hausse de +2% en 2014
- L'excédent commercial avance de +10% et atteint un niveau record de 8.5 milliards au 4^{ème} trimestre
- La consommation privée avance de +0.3%
- Les effets de la politique de taux négatifs de la BNS se font déjà sentir et pèsent sur le franc
- Les perspectives de baisse du franc en 2015 sont réelles
- Le dollar est 5% au-dessus de sa moyenne de 2014
- Les excédents commerciaux avec les Etats-Unis, le Royaume-Uni et Hong-Kong persisteront en 2015
- La consommation restera soutenue
- Croissance du PIB en 2015 révisée à +1.7%
- L'immobilier et les actions profiteront des rendements négatifs sur le cash et les obligations

L'économie suisse termine en force l'année 2014 et progresse de +2% sur un an

Le PIB réel de la Suisse a de nouveau bondi de +0.6% au 4^{ème} trimestre par rapport au trimestre précédent, surprenant une nouvelle fois la plupart des observateurs. Le PIB réel suisse s'établit donc à 163.4 milliards de francs au 4^{ème} trimestre (corrigé des variations saisonnières), pour une valeur annualisée de 653.6 milliards de francs et de 648.3 milliards sur les douze derniers mois.

L'économie suisse continue de surprendre par sa dynamique, alors même que la zone euro et les principaux partenaires proches de la Suisse peinent souvent à retrouver une croissance même modeste de leur PIB respectifs (France, Italie).

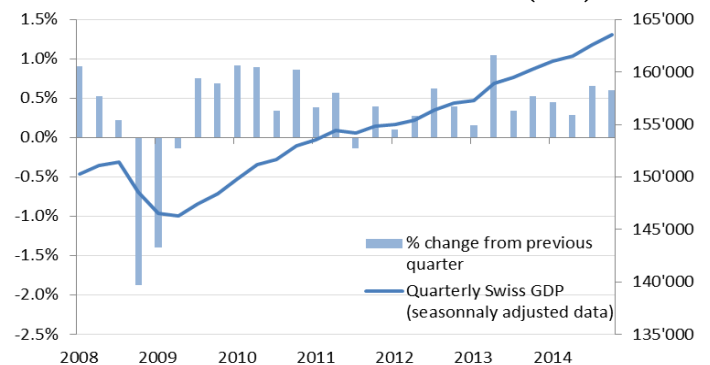
Cette croissance de +2% de l'économie suisse est pourtant conforme à nos estimations. Nous attendions en effet un retour de la croissance

en Allemagne au 4^{ème} trimestre, démontrant le caractère temporaire du fléchissement de la conjoncture allemande du 2^{ème} trimestre. Le rebond du PIB allemand de +0.7% au 4^{ème} trimestre aura ainsi également contribué à la stabilisation de la situation conjoncturelle et des relations commerciales avec notre 1^{er} partenaire européen.

Nous estimions en fin d'année que les conditions économiques suisses étaient toujours favorables pour atteindre l'objectif de +2% de croissance en 2014, notamment grâce à l'accélération de la dynamique de croissance aux Etats-Unis. Nous estimions également raisonnable d'anticiper une poursuite de la progression de nos exportations, qui pouvait par ailleurs apporter un soutien additionnel à la bonne tenue de notre secteur domestique et laisser espérer une progression similaire en 2015.

Le changement de politique monétaire opéré par la BNS le 15 janvier bouleverse en partie ces prévisions. Comme nous l'avions déjà relevé dès le 15 janvier, l'impact immédiatement constaté sur le taux de change n'était selon nous pas définitif. Passé le choc initial, les effets de la politique de taux d'intérêt négatifs sur notre devise se font maintenant sentir et pèsent sur le franc conformément à nos prévisions.

Performance de l'économie suisse (PIB)



Sources: SECO, BBGI Group S.A

L'appréciation du franc n'est désormais déjà plus que de +11% contre l'euro et de seulement +4.8% contre le dollar.

Si bien évidemment une telle hausse reste importante et difficile à supporter pour plusieurs secteurs de notre économie (exportations de marchandises, machines...), elle constitue à contrario un élément positif pour d'autres (consommation, construction...). La décision de la BNS aura donc certainement des répercussions sur le comportement des agents économiques en 2015, mais nous ne pensons pas qu'elle affectera dramatiquement les perspectives de croissance dans notre pays.

Nous réduisons toutefois nos perspectives de développement du PIB suisse pour 2015 de +2% à +1.7%.

Le PIB est soutenu par la consommation des ménages et par le secteur public

La consommation privée restait très bien orientée dans notre pays au 4^{ème} trimestre. Malgré un fléchissement observé par rapport au trimestre précédent (+0.6%), les dépenses des ménages ont enregistré une nouvelle progression de +0.3%. Presque tous les segments contribuaient positivement. Les dépenses de l'Etat et des assurances sociales confirmaient leur renversement de tendance constaté au trimestre précédent et progressaient de +1.9%.

Du côté des investissements, l'amélioration observée dans le segment des biens d'équipement s'est encore poursuivie ce trimestre, comme en témoigne la nouvelle progression des dépenses de +1%. Le secteur de la construction, encore négatif au 2^{ème} trimestre, s'était temporairement relevé au 3^{ème} trimestre en affichant une croissance de +0.8%. Il enregistre toutefois au 4^{ème} trimestre une contraction de -1.4%.

Les exportations de marchandises subissaient un recul de -1% suite à la belle progression de +2.8% du 3^{ème} trimestre. Cette contreperformance des exportations a été enregistrée dans un contexte de hausse du dollar de +4.1% contre le franc suisse. La devise américaine s'est en effet raffermie contre le franc en montant de 0.955 à la fin juin à 0.994 en fin d'année. La hausse du dollar a ainsi affecté le niveau de nos importations de marchandises, en baisse de -1.8% au 4^{ème} trimestre.

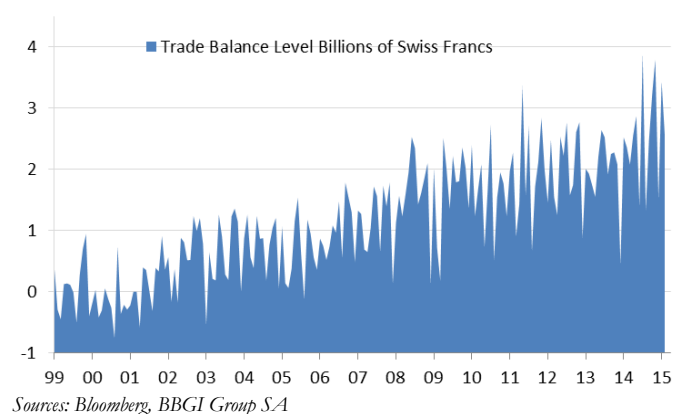
La croissance du PIB suisse a ainsi surpris les observateurs, pour la plupart convaincus que la faiblesse conjoncturelle européenne devait pénaliser la performance de la Suisse en raison de la dépendance élevée de nos exportations à la zone euro. Mais la réalité est pourtant un peu différente, comme le

suggèrent à nouveau les derniers chiffres du commerce extérieur suisse, publiés ces derniers mois.

En effet, la balance commerciale suisse a encore atteint un niveau trimestriel record en enregistrant une nouvelle progression de +10% de son solde commercial positif de 7.69 milliards au 3^{ème} trimestre à 8.51 milliards au 4^{ème} trimestre.

La récente hausse du dollar semble donc à nouveau doper les résultats de notre balance commerciale, qui enregistre de fait son meilleur résultat historique trimestriel en décembre 2014.

Balance commerciale de la Suisse



La contribution de notre balance commerciale à l'évolution positive du PIB suisse, tant en chiffres absolus que sur le plan relatif, était significative en 2014. La décision d'abandon du taux plancher de la BNS est à priori un facteur plutôt négatif pour le résultat de notre commerce extérieur en 2015, si l'on considère qu'un renforcement du franc pourrait être dommageable à la compétitivité suisse. Une hausse du franc pourrait effectivement freiner nos exportations et relancer nos importations.

Toutefois, il est important de rappeler, avant de tirer une conclusion rapide sur les risques de pertes de compétitivité et de chute des exportations suisses, que le niveau du taux de change CHF/USD moyen pour l'année 2014 n'était que de 0.92. **Malgré l'abandon du taux plancher, au niveau actuel de 0.966, le franc est donc encore 5% plus bas que son cours moyen de 2014. En ce qui concerne l'euro, le cours moyen de 1.21 a chuté à 1.07 à ce jour, ce qui correspond à une baisse de compétitivité de -11%.**

En 2013, les exportations suisses vers la zone euro représentaient environ 86 milliards de francs (Allemagne 39, Italie 15, France 14.9, Autriche 6.6, Pays-Bas 5.4, Espagne 5.3) et celles vers les principaux autres partenaires environ 52.7 milliards (Etats-Unis 24.8, Chine 8.8, Royaume-Uni 10.9 et Hong Kong 8.2).

L'image de la répartition de nos importations est sensiblement différente puisque la **somme des importations suisses en provenance de la zone euro se situe à 105.6 milliards. Clairement, le solde de notre balance commerciale avec la zone euro est négatif. L'Europe profite ainsi très largement de ses relations commerciales avec la Suisse.**

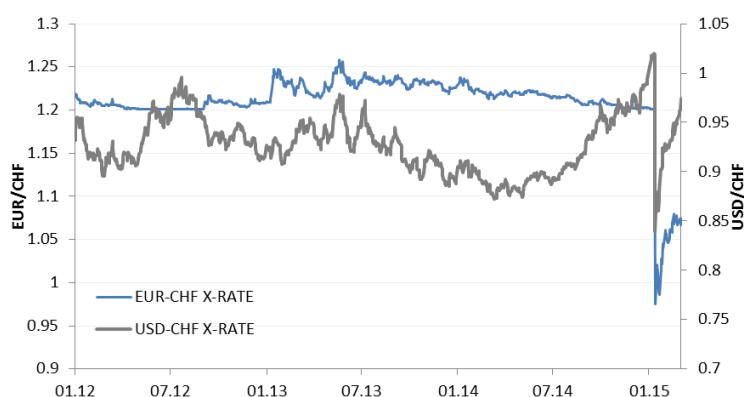
Notre excédent commercial est donc essentiellement dû à nos échanges avec le reste du monde et avec les Etats-Unis (solde positif de 13.4 milliards), Hong-Kong (6.4) et le Royaume-Uni (4.5) en premier lieu.

Dans ce contexte, la balance commerciale helvétique peut effectivement souffrir d'une perte de compétitivité avec la zone euro, mais elle devrait bénéficier d'une compétitivité accrue dans le reste du monde. L'année 2015 pourrait s'avérer être une année de consolidation pour le commerce extérieur helvétique, qui devrait ainsi selon nous éviter le risque, trop souvent évoqué, d'effondrement global.

Perspectives réelles d'affaiblissement du franc en 2015 et d'un retour à la parité avec le dollar

Nous considérons que la politique de taux d'intérêt négatifs en Suisse a déjà commencé à déployer des effets positifs sur le taux de change depuis son introduction. Ces effets devraient s'amplifier avec la généralisation, dès le mois de mars, de la mise en œuvre par les banques suisses d'un prélèvement de 0.75%/an sur les liquidités en francs suisses en dépôt. Nous estimons que le taux de change CHF/USD pourrait ainsi rapidement retrouver la parité, alors que l'appréciation de l'euro sera certainement conditionnée à une amélioration durable des perspectives conjoncturelles européennes. La conjonction de facteurs favorables à la reprise européenne en 2015 est de plus en plus élevée et augmente la probabilité d'un retour du taux de change à un niveau plus élevé entre 1.15 et 1.20.

Taux de change contre Franc suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Estimations de PIB pour 2015

Nous indiquons dans nos dernières analyses trimestrielles pour la Suisse que nous attendions une reprise des exportations en raison de la vigueur de la croissance attendue aux Etats-Unis. En 2015, la croissance américaine devrait rester solide et soutenir la demande de biens et services suisses. En Europe, le plan de relance de la BCE devrait développer des effets positifs sur la croissance économique et indirectement sur le niveau des échanges avec la Suisse, qui ne seront selon nous pas pénalisés massivement par un scénario négatif sur les changes. La reprise du commerce mondial devrait se matérialiser en 2015 et affecter favorablement le niveau de nos exportations. Les autres composantes du PIB, comme la consommation et l'investissement notamment, contribueront positivement également en 2015 à la croissance helvétique. L'incertitude provoquée par les conditions d'application du « frein à l'immigration » pourrait constituer un élément négatif sur l'emploi, l'investissement et la consommation. **Nous prévoyons une croissance d'environ +1.7% pour l'année 2015.**

La consommation devrait rester soutenue

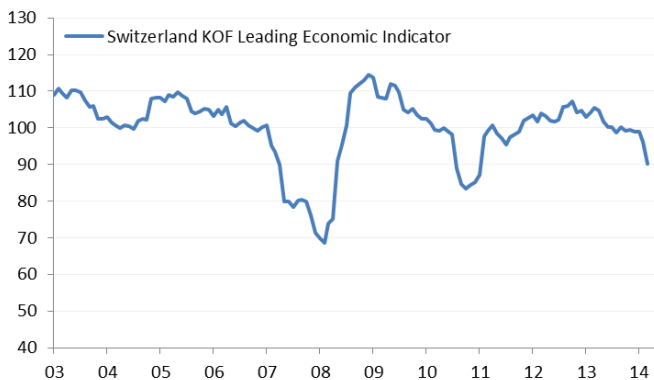
Depuis quelques mois, le climat de consommation mesuré par différents sondages continue d'indiquer un tassement de la confiance des ménages suisses. Sans être une nouvelle tendance de fond selon nous, la confiance des ménages semble donc effectivement se dégrader à la marge, mais le taux de chômage reste bas (3.1%) ce qui soutient la confiance. L'introduction de taux d'intérêt négatifs sur les liquidités en francs suisses devrait agir comme un impôt et provoquer des réactions vives des épargnants touchés. Cet impôt sur l'épargne, couplé à la probable baisse des prix des produits importés et vendus sur notre marché domestique, devrait agir comme catalyseur d'une **relance de la consommation** en Suisse.

Les indicateurs avancés très affectés par le choc de l'annonce de la BNS

Le baromètre du KOF pour le mois de février a chuté de 97 à 90.1 et se situe désormais très en-dessous de sa moyenne pluriannuelle. **Tous les secteurs d'activité voient une dégradation des perspectives.** Le secteur bancaire se montre plus pessimiste et envisage désormais des licenciements. Dans le commerce du détail, les commerçants redoutent une baisse de leur chiffre d'affaire et envisagent des baisses de prix à une vaste échelle. Dans l'industrie, la chute de confiance est la plus forte jamais enregistrée. Seul le secteur de la construction semble partiellement immunisé des effets négatifs de la hausse du franc. En février, la confiance des investisseurs, mesurée par le ZEW Center for European Economic Research & Crédit Suisse, plonge et retrouve ses plus bas niveaux de

2011 et 2008. Du côté de la production, l'indicateur avancé PMI global pour le mois de février glisse à 47.3.

Indicateur avancé du KOF



Sources: Bloomberg, KOF, BBGI Group S.A

Retour des risques déflationnistes en Suisse

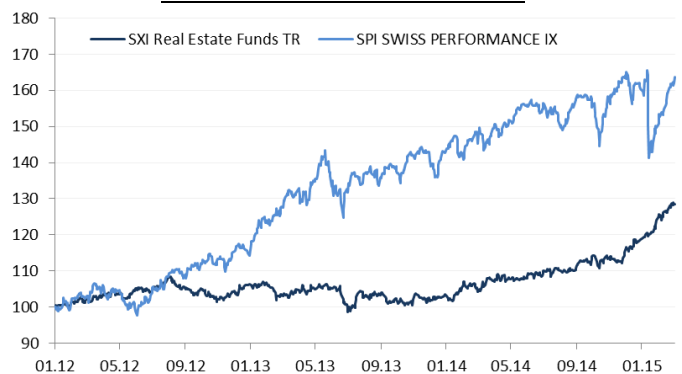
La chute des cours du brut avait déjà pesé sur les indices de prix globaux. C'est désormais les baisses de prix décidées par les commerçants, répercutant la baisse de l'euro sur les prix de vente de leurs produits pour conserver leur clientèle, qui affecte les indices de prix à la consommation. En baisse de -0.5% sur un an en janvier, le CPI restera sans doute négatif au cours des prochains mois. Les prix des produits importés ont de leur côté baissé de -0.7% sur la même période.

L'immobilier et les actions profitent du repositionnement des investisseurs en-dehors des obligations à rendement négatif

L'annonce de la BNS a provoqué une chute des rendements des obligations de 80 à 120 points de base prenant une nouvelle fois par surprise les investisseurs convaincus, après 24 ans de baisse, que les taux suisses ne pouvaient descendre plus bas que zéro. **Le rendement est ainsi devenu négatif pour toutes les échéances jusqu'à dix ans.** Les perspectives, désormais certaines, de pertes de valeurs à l'échéance sur ces obligations, poussent les investisseurs à augmenter leurs allocations en placements plus risqués.

L'immobilier suisse bénéficie ainsi d'un repositionnement des investisseurs en quête de rendement et gagne +8.3% à ce jour. Le rendement du dividende moyen des fonds de placement immobiliers suisses est toujours proche de 3%. Compte tenu du rendement négatif de -0.3% des obligations de la Confédération à 5 ans, l'écart de rendement est encore élevé en comparaison historique et soutient le processus de réallocation d'actifs en faveur de l'immobilier titrisé. En ce qui concerne les actions suisses nous indiquions en décembre 2014 que la valorisation généreuse des actions suisses constituait un risque et recommandions une prise de profit à l'approche du niveau de 9'000 points sur le SPI. A la suite de l'intervention de la BNS et de la chute du SPI à 7'800 points nous relevions que le marché suisse se relèverait rapidement de cette chute en revenant sur ses sommets précédents. **C'est aujourd'hui à nouveau le cas et la nouvelle valorisation du marché à 19x les bénéfiques nous semble à nouveau justifier une certaine prudence.**

Actions et immobilier suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

La politique de taux négatifs de la BNS devrait permettre au franc de s'affaiblir en 2015. La dynamique de croissance pourrait être affectée mais nous estimons toujours probable une croissance du PIB de +1.7%.

Les marchés immobiliers et actions profitent des taux négatifs. Leur progression devrait toutefois ralentir dans les prochains mois.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch