

Le PIB suisse déçoit mais avance tout de même de +1.3% en 2016

Essoufflement au second semestre. Consommation toujours solide. Reprise des exportations en 2017. Indicateurs avancés solides. Quelles opportunités dans les marchés financiers ?

Points clés

- La conjoncture a accéléré en 2016 malgré un second semestre décevant
- Large contribution positive de la consommation
- Faible progression des dépenses publiques
- Hausse globale de la demande intérieure
- Le commerce extérieur à la peine au 4^{ème} trimestre, mais un résultat exceptionnel en janvier et une relance attendue en 2017
- Perspectives positives pour 2017
- Soutien de la consommation privée et publique
- L'amélioration du climat de confiance international peut faire baisser le franc suisse
- Indicateurs avancés de plus en plus solides
- Pas encore de panique sur les marchés de taux
- Prudence sur les marchés actions et l'immobilier
- Une consolidation temporaire se profile

La conjoncture a accéléré en 2016 malgré un second semestre décevant

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié jeudi dernier les chiffres de croissance dans notre pays. Le PIB de l'économie suisse affiche une très légère progression (+0.1%) au 4^{ème} trimestre après une stagnation au trimestre précédent. Le second semestre semble donc étonnamment atone en comparaison internationale. L'économie suisse ne semble pas avoir profité au 4^{ème} trimestre de la meilleure conjoncture aux Etats-Unis et en Europe notamment.

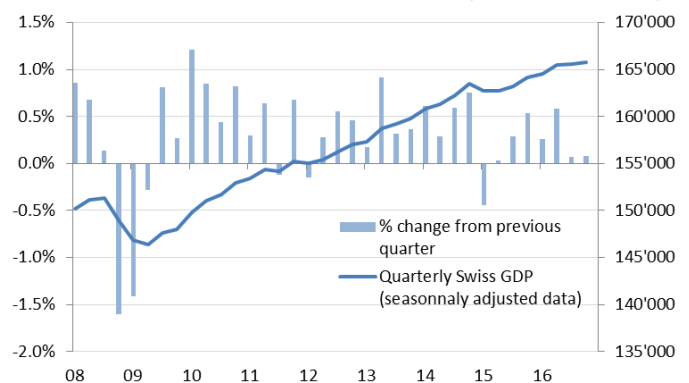
Cette performance a donc surpris la plupart des analystes qui s'attendaient au contraire à une progression un peu plus nette. En ce qui nous concerne, si nous constatons avec plaisir que sur un an, la hausse reste appréciable puisqu'elle se

maintient à +1.3%, l'absence de dynamique au 4^{ème} trimestre est décevante et a pesé sur la performance globale de notre économie.

Nous attendions une fin d'année plus dynamique pour l'économie suisse, caractérisée par une consommation des ménages plutôt soutenue, une contribution positive des dépenses publiques et une reprise des exportations du fait d'un contexte macro-économique international plus favorable.

Si la consommation et les dépenses publiques ont effectivement apporté une contribution positive comme nous l'avions estimé, c'est du côté des exportations que la surprise est venue. En effet, les exportations de marchandises se sont contractées de -3.8% au dernier trimestre, enregistrant de facto leur plus mauvaise performance trimestrielle depuis 2013. Le contexte macro-économique était pourtant favorable puisque la croissance des PIB européen (+1.7%) et américain (+1.9%) par exemple s'est maintenue au-dessus de +1.5% en rythme annuel, tandis que la valeur du franc restait relativement stable globalement, puisque la hausse du dollar (+4.98%) effaçait largement la baisse de l'euro (-1.79%) et du yen (-10%) dans un contexte de stabilité du yuan.

Performance de l'économie suisse (PIB mio. CHF)



Sources: SECO, BBGI Group S.A

Le PIB réel suisse a donc été soutenu au 4^{ème} trimestre par les secteurs domestiques et pénalisé par l'évolution négative des exportations. La balance commerciale des biens et services a contribué défavorablement à l'évolution du PIB du 4^{ème} trimestre.

Les dépenses des ménages ont bondi de +0.9% après avoir connu une croissance plus modérée au cours des précédents trimestres. Les dépenses de santé, de logement et d'énergie ont été les principaux contributeurs. Les dépenses publiques ont à nouveau légèrement contribué (+0.2%) à la croissance du PIB, après une petite contraction au trimestre précédent. Les investissements en biens d'équipement ont tiré la croissance vers le bas en enregistrant une baisse de -0.7%, tout comme les investissements dans la construction en déclin de -0.4%. La demande domestique a globalement affecté favorablement la croissance de notre produit intérieur brut.

L'économie suisse résiste toujours à l'appréciation du franc et au changement de politique monétaire majeur intervenu en 2015, mais elle peine tout de même à relancer nettement sa dynamique dans un environnement européen et américain pourtant désormais un peu meilleur et une relative stabilité sur la valeur extérieure du franc. Les exportations de marchandises ont reculé de -3.8% sous l'impulsion d'une faiblesse persistante des exportations de montres et de bijouterie, mais aussi d'instruments de précision. Les exportations de produits chimiques et pharmaceutiques qui avaient été plus fortes au trimestre précédent ont aussi marqué le pas en fin d'année (-1.3%). Globalement, la balance commerciale des biens et services a pesé sur la croissance.

En comparaison annuelle, il faut tout de même relever que l'année 2016 (+1.3%) aura été nettement meilleure que l'année 2015 (+0.8%), traduisant ainsi une reprise modérée après le choc de la disparition du taux plancher et de l'introduction de taux d'intérêts négatifs par la BNS.

Consommations privée et publique attendues en hausse en 2017

Le rebond de la consommation privée et des dépenses des ménages, après une courte phase de stagnation pendant l'été, nous semble être un indicateur positif pour l'année 2017. La confiance des ménages s'améliore en effet régulièrement depuis un an, malgré une progression du taux de chômage à 3.7%. Le revenu disponible des ménages progresse aussi depuis 2015 et l'appréciation des conditions financières futures est en reprise sensible en ce début d'année 2017. L'amélioration des perspectives de croissance mondiale

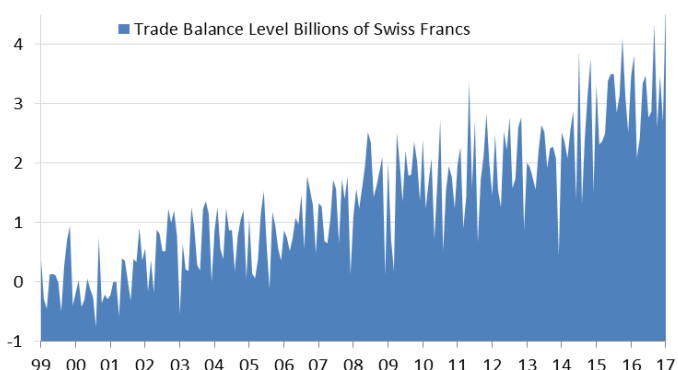
devrait aussi influencer plus nettement et plus positivement le climat économique en Suisse en 2017. La consommation privée devrait donc rester sur une tendance favorable soutenant le PIB. Les dépenses de consommation des administrations publiques resteront volatiles en 2017, mais les comptes de la Confédération et des cantons sont plutôt bons et le déficit budgétaire rapporté au PIB reste proche de zéro à la fin 2016 (-0.28%). Nous ne voyons pas de raisons d'anticiper une réduction des dépenses publiques en 2017 et tablons sur la poursuite d'une contribution positive.

Relance du commerce extérieur en 2017

Sur le plan international, la balance commerciale a connu un 4^{ème} trimestre difficile par rapport au trimestre précédent. Le solde record du mois de septembre de 4.34 milliards de francs a en effet été suivi de résultats mensuels en demi-teinte en fin d'année. Mais le résultat de janvier relance tous les espoirs de voir les exportations suisses reprendre le chemin de la hausse grâce à un nouveau record historique obtenu par un excédent commercial atteignant pour la première fois 4.73 milliards de francs en janvier. Le rebond est particulièrement impressionnant par rapport au chiffre de décembre (2.72 mrd), mais il a toutefois été obtenu au prix d'une diminution plus drastique des importations (-5.3%), dans un contexte de contraction des exportations (-4%).

La relance du commerce extérieur devra passer par une reprise de nos exportations en 2017 pour une contribution réellement positive et durable à la croissance du PIB.

Balance commerciale de la Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

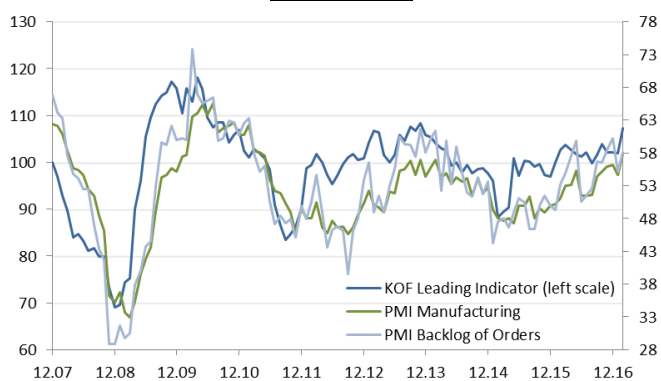
Les premières semaines de gouvernance du nouveau président américain ont déjà apporté quelques sources d'inquiétude, mais les objectifs politiques et économiques semblent toujours avoir les faveurs des investisseurs. Les perspectives conjoncturelles américaines s'amélioreraient déjà avant l'élection de Donald Trump, son programme est maintenant toujours plus perçu comme étant favorable à l'économie. Nous estimons que le climat des affaires s'en

ressent positivement aux Etats-Unis mais aussi dans d'autres régions du monde. L'amélioration des perspectives mondiales pour 2017 sera aussi favorable à notre économie.

Indicateurs avancés de plus en plus solides

Les derniers indicateurs avancés publiés continuent de pointer vers un net renforcement de l'activité en Suisse. L'indicateur PMI manufacturier avance encore nettement depuis son niveau de décembre (56.2) et de janvier 2017 (54.6) pour atteindre 57.8, soit son niveau le plus élevé depuis avril 2011. A l'exception de courtes périodes en 2006 et 2010, le PMI a rarement atteint de tels niveaux, correspondant à des phases de boom économique dans l'industrie. L'indicateur avancé des nouvelles commandes reste élevé à 58.1, même s'il s'affiche légèrement en retrait du plus haut du mois de décembre à 60.3 et suggère toujours une intensification de l'activité en 2017. La plupart des sous-segments pointent également vers un renforcement de la croissance en Suisse, l'indicateur PMI des services est aussi au-dessus de son seuil de croissance à 56.6 en janvier après correction des effets saisonniers. Par ailleurs, le climat de consommation s'améliore progressivement, comme le suggèrent les mesures du SECO et de l'UBS en hausse régulière depuis plusieurs trimestres. La mesure du SECO de l'évolution économique future montre également un très net changement de la confiance depuis l'été 2016. Le baromètre du KOF confirme la tendance à la relance conjoncturelle pour 2017, grâce à une avancée exceptionnelle en février qui a propulsé l'indicateur de 101.7 à 107.2 en un mois.

PMI - KOF



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

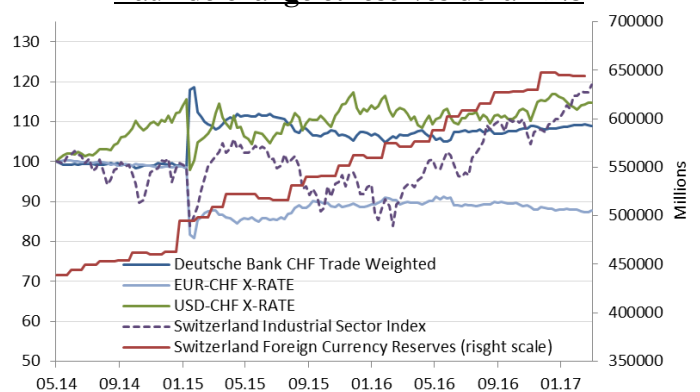
La conjoncture suisse devrait donc encore se renforcer en 2017 et dépasser la performance enregistrée en 2016. Nous estimons que le facteur monétaire devrait aussi devenir un élément plus positif grâce à une poursuite de l'appréciation du dollar et d'autres devises contre le franc.

L'amélioration du climat de confiance international peut faire baisser le franc

L'incertitude politique a certes augmenté aux Etats-Unis depuis quelques semaines, mais les perspectives concernant la croissance mondiale se renforcent. Les indicateurs de confiance sont aussi plus positifs en Europe et nous estimons que 2017 devrait voir une intensification du commerce mondial. Globalement, cette amélioration du climat économique devrait selon nous réduire la demande de francs suisses.

Pour l'instant, la BNS doit encore agir pour soutenir la valeur du franc et relève toujours qu'il reste surévalué. Les réserves de devises de la BNS avaient atteint un plus haut en novembre à 647.7 milliards et sont désormais légèrement inférieures en janvier à 643.9 milliards. Le différentiel de taux est désormais beaucoup plus favorable après la hausse des taux en dollar, mais il reste relativement inchangé contre euro. Nous estimons toutefois désormais plus probable de voir les taux se normaliser plus rapidement en zone euro qu'en Suisse et favoriser ainsi la devise européenne. Nos prévisions sur les taux de change sont toujours d'actualité. Pour l'instant, la dynamique économique aux Etats-Unis comme en Europe manque encore un peu de force pour relancer de nouvelles progressions du dollar et de l'euro, mais nous estimons toujours probable de voir une nouvelle tendance à l'affaiblissement du franc suisse se mettre en place. Celle-ci devrait porter le dollar au-dessus de 1.05 et l'euro au-delà de 1.10.

Taux de change et réserves de la BNS



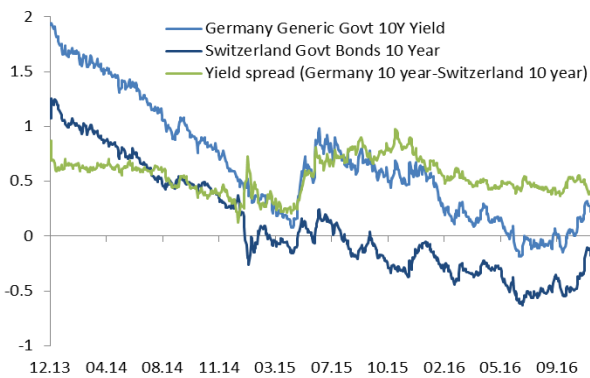
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Pas encore de panique sur les marchés de taux

L'élection américaine de novembre a fortement affecté les perspectives sur les marchés de taux d'intérêt aux Etats-Unis, notamment par la modification des anticipations inflationnistes issues du programme économique jugé plus expansif et plus inflationniste du nouveau président. Au cours des dernières semaines, l'inflation sous-jacente mais aussi d'autres mesures plus larges de l'inflation sont venues apporter de nouveaux éléments déterminants dans

le processus de valorisation des marchés obligataires. Nous annonçons déjà en juin que les taux longs atteignaient certainement leur nadir après avoir enregistré brièvement de nouveaux records historiques post-Brexit. Le renversement de tendance généralisé s'est concrétisé et n'a pas épargné le marché suisse. La normalisation a donc débuté dans une corrélation plutôt élevée malgré des situations conjoncturelles et politiques variées. Les taux de la Confédération à dix ans ont rebondi de -0.6% en début juillet à -0.14% aujourd'hui et se situent au-dessus de leur niveau observé il y a douze mois. Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération est stable à 0.5%, ce qui est certainement encore insuffisant pour motiver une hausse de l'euro contre le franc. Nous estimons cependant que ce différentiel devrait progresser à 0.75% pour permettre une baisse du franc.

Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

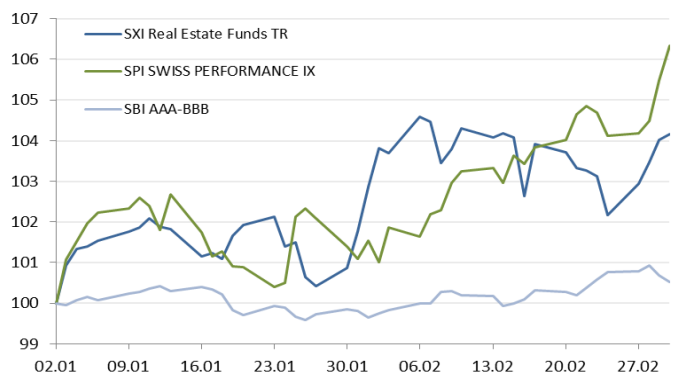
Par ailleurs, l'inflation reste proche de zéro en Suisse en rythme annuel et n'a que peu de chance de s'accélérer sans une baisse du franc ou une hausse plus massive des cours de l'énergie.

Les risques ont clairement augmenté pour les obligations suisses, mais il semble qu'en l'absence d'inflation, les risques de hausse des taux restent limités à une remontée extrêmement graduelle. La bulle obligataire se dégonfle donc pour l'instant dans un calme relatif, sans signes immédiats pourtant d'une prochaine panique.

Prudence sur les marchés actions et l'immobilier

La bulle obligataire se dégonfle progressivement, mais l'indice global des obligations « investment grade » résiste tout de même en enregistrant une très légère progression (+0.3%) depuis le début de l'année. En comparaison, une allocation tactique favorisant les placements immobiliers et les actions suisses permettait de profiter des hausses déjà réjouissantes obtenues en quelques semaines. Malgré sa hausse de +3.97% depuis le début de l'année, l'immobilier titrisé profite toujours d'un rendement attrayant, mais désormais inférieur à 3% en moyenne. Les agios ont sensiblement progressé, ce qui constitue une source de préoccupation à court terme. De leur côté, les actions suisses profitent de l'optimisme croissant et s'apprécient de +6.34%, grâce aux espoirs de progression des bénéfices et des dividendes pour 2017, alors que le rendement reste historiquement attrayant à 3%. Globalement, la valorisation actuelle des actions suisses est d'environ 15.6x les bénéfices 2017 et semble encore raisonnable.

Immobilier, actions et obligations suisses en 2017



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La hausse des valeurs depuis quelques semaines nous semble cependant maintenant importante, même au vu de l'amélioration du scénario économique.

Nous maintenons nos perspectives positives pour ces deux classes d'actifs en 2017, mais il nous semble qu'il est désormais de plus en plus probable d'assister à une consolidation temporaire des cours.

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 Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch