

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

4 septembre 2014

PIB suisse : +0% au 2^{ème} trimestre et +0.6% sur un an

Le PIB suisse surprend en enregistrant une stagnation inattendue. Coup d'arrêt dans une dynamique pourtant solide. La surprise pourrait venir d'une reprise des exportations.

Points clés

- Le PIB suisse stagne au 2^{ème} trimestre 2014
- L'absence de croissance en Europe finit par affecter la Suisse : révision du PIB 2014 (+1.5%)
- Coup de frein brutal sur 1 an (de +2% à +0.6%)
- La consommation privée résiste (+0.2%)
- Stabilité du marché de l'emploi, chômage à 3%
- Les indicateurs avancés demeurent hésitants
- L'inflation reste inexistante
- Les réserves de devises sont à nouveau en hausse
- La BNS pourrait adopter une nouvelle politique monétaire de taux négatifs
- Normalisation et hausse des taux en Suisse
- Les conditions sont réunies pour une surperformance des actions
- Mais les valorisations sont désormais généreuses

L'économie allemande (-0.2%) ne pouvait être sans effet sur notre marché.

Le coup de frein est encore plus brutal en comparaison annuelle. L'analyse des résultats sur douze mois montre une chute de la croissance de +2% à +0.6%.

La consommation privée s'est pourtant plutôt bien comportée, les ménages ont augmenté leurs dépenses de +0.2%. C'est avant tout les loisirs et le segment du logement qui ont apporté une contribution positive tandis que les dépenses de santé diminuaient.

Les exportations de marchandises marquaient à nouveau une certaine pause après leur belle progression du trimestre précédent. Après avoir bondi de +2%, les exportations ralentissent et n'enregistrent qu'une hausse de +0.7%. C'est le secteur bijouterie et les produits chimiques/pharma qui soutiennent la tendance alors que le secteur des machines et des métaux sont en retrait. Depuis deux ans, l'économie suisse résistait contre toute attente à l'effondrement de l'activité de ses principaux voisins. Cette fois, les économies européennes ne sont plus tirées par l'Allemagne, qui s'effondre à son tour et entraîne également indirectement la Suisse.

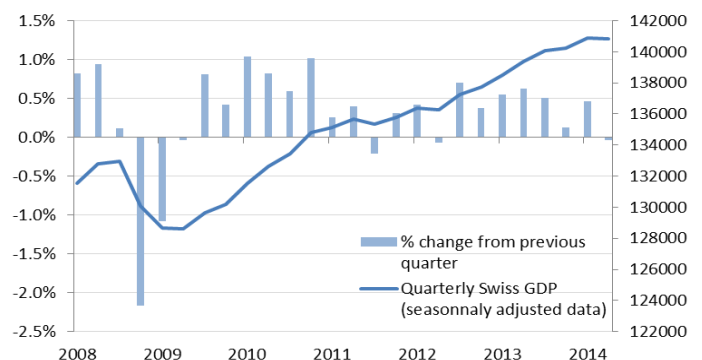
Le PIB suisse stagne (0%) au 2^{ème} trimestre et réduit son rythme de croissance à +0.6%/an

Le PIB réel de la Suisse s'est donc figé au 2^{ème} trimestre par rapport au trimestre précédent. Le PIB réel suisse s'établit à 140 milliards de francs au 2^{ème} trimestre, pour une valeur de 562 milliards de francs sur un an ou 607 milliards en prix courants.

Cette absence de croissance est une relative surprise et tranche avec la dynamique observée depuis deux ans.

Il s'agit en effet de la plus mauvaise performance trimestrielle enregistrée au cours des deux dernières années. L'affaiblissement brutal de la conjoncture en Allemagne au 2^{ème} trimestre a naturellement pesé sur la performance de notre économie. La bonne résistance de notre principal partenaire commercial, avait précédemment permis au PIB suisse de montrer des résultats encourageants, mais le passage en récession de

Performance de l'économie suisse (PIB)



Sources: SECO, BBGI Group SA

L'amélioration attendue des conditions économiques en Europe, qui devait renforcer les perspectives en Suisse, ne s'est donc toujours pas produite. Au contraire, elle s'enfonce un peu plus à nouveau dans la récession.

Le commerce extérieur (balance des marchandises et des services) a enregistré une contribution légèrement négative, qui a pu être compensée par une croissance de la consommation privée, les dépenses d'investissement restant relativement stables sur la période.

La reprise de la croissance à un rythme soutenu au 1^{er} trimestre était rassurante après un 4^{ème} trimestre 2013 qui laissait planer le doute, mais la stagnation de notre économie au 2^{ème} trimestre relance les incertitudes.

Les dépenses des ménages ont pourtant progressé de +0.2%, les segments logement et loisirs enregistraient des développements positifs, tandis que les dépenses de santé restaient en retrait. Les dépenses publiques se sont également inscrites en régression de -0.3% pour le deuxième trimestre consécutif.

Du côté des investissements, l'absence de croissance masque deux développements opposés. La hausse des investissements en biens d'équipements et informatiques (+0.7%) a été compensée par la baisse des investissements dans le secteur de la construction (-0.7%).

En ce qui concerne la production, la stagnation a été largement la règle dans de nombreux segments comme le secteur financier ou ceux liés aux dépenses publiques. Les secteurs industriels et de l'énergie ont par contre eus des contributions positives.

Si, à court terme, la rechute de l'activité en Europe et une nouvelle appréciation légère du franc ont participé à l'affaiblissement des exportations suisses, nous estimons que celles-ci devraient pouvoir bénéficier tout d'abord d'une amélioration de la demande en Europe - qui n'interviendra que très progressivement - mais aussi de la baisse du franc suisse, qui devrait accompagner la reprise conjoncturelle européenne et la normalisation des anticipations concernant le taux de change EUR/CHF.

Ainsi, la hausse des exportations de marchandises de +0.7% au cours du 2^{ème} trimestre, tirée par le secteur bijouterie, chimie et pharma et freinée par l'industrie des machines, des équipements électriques par exemple, devrait à nouveau se renforcer en seconde partie d'année. Les importations de marchandises ont connu la même progression, alors que les importations de services (+2.4%) ont par contre largement dépassé les exportations de services (+0.6%).

Révision des estimations de PIB pour 2014, mais des surprises positives restent possibles

La stagnation du PIB au 2^{ème} trimestre affectera la performance de l'économie suisse sur l'ensemble de l'année. Notre prévision de croissance de +2% en 2014 devrait être abaissée à +1.5%.

Nous attendons pourtant toujours une consommation soutenue dans notre pays en 2014, en raison d'un niveau de chômage historiquement bas et des taux d'intérêt toujours extrêmement favorables.

Par ailleurs, les derniers chiffres des exportations suisses publiés en août pour le mois de juillet contrastent avec les statistiques trimestrielles plutôt « molles ». La balance commerciale suisse a effectivement enregistré son meilleur résultat historique en juillet avec un excédent de 3.98 milliards de francs. Ce résultat est deux fois plus important que le chiffre du mois de juin, qui s'établissait à +1.41 milliards, et environ 600 millions supérieur au meilleur résultat du commerce extérieur obtenu en mai 2011 (3.36 milliards).

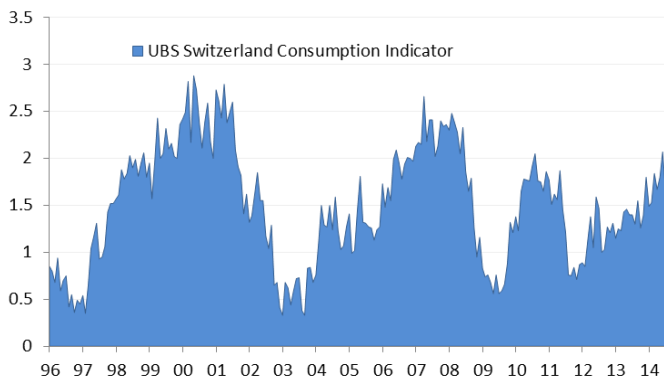
Nous attendons une reprise des exportations avec la relance du commerce mondial pour soutenir une progression de notre économie à un rythme de +2% en 2014; force est de constater que la volatilité récente de ce secteur introduit quelques incertitudes sur cette prévision. Mais le secteur des exportations devrait tout de même profiter des meilleures perspectives de croissance des Etats-Unis et de l'Asie (avant que l'Europe ne puisse se relancer également), notamment avec la hausse du dollar et ultérieurement celle de l'euro.

La consommation reste solide

Depuis quelques mois, nous relevons que la consommation des ménages devrait s'essouffler un peu. C'est effectivement ce que l'analyse des composantes du PIB indique et qui est encore confirmée par les chiffres du dernier trimestre. Sans être une nouvelle tendance de fond selon nous, la confiance des ménages semble donc effectivement se dégrader à la marge. L'évolution pourtant toujours relativement favorable de l'emploi ne devrait pas avoir d'effet négatif sur le sentiment des ménages. Le taux de chômage publié à 3% pour le mois d'août montre une stabilisation à bas niveau en Suisse. Dans ce contexte, l'indicateur UBS de la consommation en Suisse, fondé sur les ventes de détail, les nouveaux enregistrements de véhicules, les nuitées d'hôtels, les transactions par cartes de crédit dans le réseau UBS et la confiance des ménages, a encore récemment montré une nouvelle faiblesse en glissant de 2.06 à 1.66 entre juin et juillet. Les ventes de véhicules ont apporté une contribution positive à cet indicateur en progressant de

+26% sur un mois, renversant nettement la tendance observée depuis 2012.

Indicateur UBS de la consommation en Suisse



Sources: UBS, Bloomberg, BBGI Group S.A

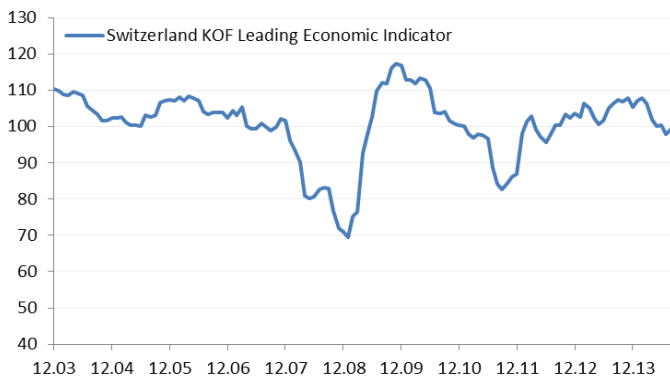
Le sentiment des ménages s'est étonnamment dégradé, mais il reste au-dessus de la moyenne et proche de ses plus hauts. Les ventes de détail, en progression de +3.4% en juin, ont aussi retrouvé une croissance supérieure à leur moyenne de ces dernières années.

Perspectives encore favorables pour le PIB

Les indicateurs avancés du KOF publiés en août suggèrent une stabilisation de la dynamique conjoncturelle suisse.

Le baromètre du KOF pour le mois d'août (99.5 points) est remonté au-dessus de sa moyenne pluriannuelle. Les impulsions positives proviennent des indicateurs proches de la consommation et du secteur industriel, ainsi que des indicateurs liés à la conjoncture mondiale. Les impulsions négatives se situent dans le secteur construction.

Indicateur avancé du KOF



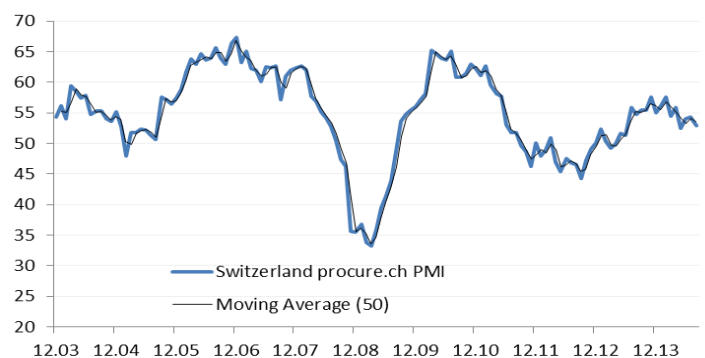
Sources: Bloomberg, KOF, BBGI Group S.A

En mai, la confiance des investisseurs, mesurée par le ZEW Center for European Economic Research &

Crédit Suisse, s'est stabilisée à 2.5 en août après avoir tout de même glissé de 7 à 0.1 entre avril et juillet.

Du côté de la production, l'indicateur avancé PMI (Directeurs d'achat) global pour le mois d'août faiblit à nouveau (52.9) et suggère également une stabilisation depuis quelques mois. L'indicateur du niveau des commandes, encore particulièrement encourageant au 1^{er} trimestre, montre ici un certain fléchissement et s'inscrit en-dessous du seuil de croissance. L'industrie a peut-être surévalué le niveau actuel de la demande. La dynamique industrielle ralentit mais devrait se maintenir en fin d'année.

Indicateurs avancé Swiss PMI (Directeurs d'achat)

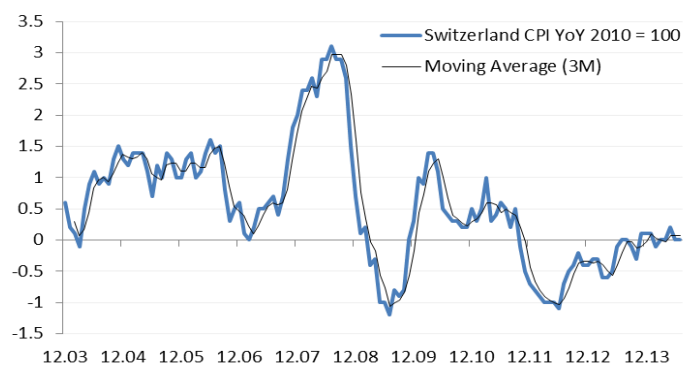


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Toujours pas de risques inflationnistes en 2014

Pas de changement dans l'indice des prix à la consommation en août dans notre pays. Les prix restent stables sur un an (+0.1%) et repassent en territoire positif en août après avoir glissé de -0.4% en juillet. Depuis quelques mois, la croissance des prix à la consommation s'est en fait très légèrement stabilisée au-dessus de zéro.

Indice des prix à la consommation (Suisse)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La composante de l'indice liée à l'énergie/mazout (+0.1%) et la composante des loyers (+0.6%) ont

enregistré des contributions positives. A contrario, d'autres composantes ont enregistré des baisses de prix compensant la poussée du mazout et des loyers. L'actuelle stabilité des prix s'inscrit dans l'objectif de la BNS, qui peut constater avec satisfaction que, malgré le taux plancher à 1.20 fixé contre l'euro, sa volonté de faire baisser le franc suisse n'a pas résulté en une reprise de l'inflation. Les prix des produits importés ont de leur côté baissé de -0.4%, tandis qu'en rythme annuel, le déclin était de -0.7%.

Nouvelle politique monétaire et taux négatifs

Les réserves de devises de la BNS ont à nouveau progressé légèrement pour atteindre 453 milliards en août. La faiblesse conjoncturelle en Europe et le passage en croissance négative de l'Allemagne ont relancé l'intérêt des investisseurs pour notre devise. Le taux de change s'est donc à nouveau raffermi en août notamment. L'euro est à nouveau proche de son niveau plancher qui nécessitera de nouvelles interventions probables de la BNS au cours des prochains mois. Il est également possible que cette dernière annonce dans quelques temps l'introduction de taux d'intérêt négatifs pour contrer la tendance récente. Rappelons que le niveau des parités de pouvoir d'achat (PPA) est de 1.33.

Taux de change euro/franc suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les taux suisses peuvent-ils rester bas ?

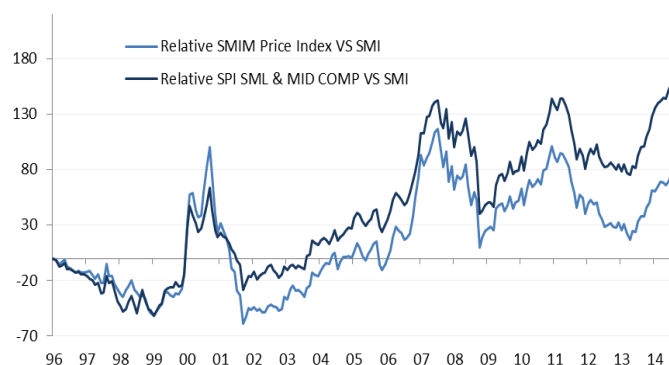
La baisse récente des taux longs en Suisse est largement due au contexte de faible croissance en Europe et à

l'absence totale d'inflation. La hausse des taux longs ne pourra sans doute pas se concrétiser avant que la situation européenne ne s'améliore. Mais un retour à 2%-2.5% en 2015-2016 est désormais probable, d'autant que la corrélation avec les taux longs US semble résister. La réduction des primes de risque aux niveaux de 2007 et la convergence des rendements des diverses classes de débiteurs suggèrent désormais des risques plus élevés. Réduire l'exposition globale et la durée semblent les seules stratégies rationnelles pour la 2^{ème} partie de 2014.

Nouveaux sommets pour les actions suisses

La tendance haussière reste intacte malgré un retour de la volatilité. Elle promet une poursuite de la progression des actions et une surperformance des « small & mid caps ». Les titres suisses sont désormais valorisés à 15x les bénéfiques 2015 et 2.5x leur valeur comptable. Mais attention, car si en termes de cours/bénéfices le marché est aujourd'hui dans la moyenne, le ratio cours/valeur comptable est parmi les plus élevés.

Performance relative actions suisses (petites, moyennes et grandes capitalisations)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

Dans un contexte de normalisation des taux, les actions suisses devraient encore surperformer les obligations suisses en fin d'année 2014.

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