

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



9 septembre 2016

Plus forte hausse trimestrielle du PIB suisse (+0.6%) depuis 2014

Le PIB progresse de +0.6% au T2 et de +2% sur un an. Contribution positive des dépenses publiques (+1.7%). Rebond des taux longs. Perspectives positives pour les actions.

Points clés

- Belle progression du PIB au 2^{ème} trimestre de +0.6% et de +2% sur un an
- La consommation des ménages reste stable
- Les dépenses publiques bondissent de +1.7%
- Perspective de hausse du PIB de +1.6% en 2016
- Le commerce extérieur résiste toujours bien
- Le Brexit a poussé les taux longs vers de nouveaux records temporaires
- Les risques déflationnistes diminuent, le CPI est bientôt en territoire positif
- Les indicateurs avancés hésitent à nouveau
- Valorisation raisonnable des actions suisses (PE 17x les bénéfices 2016, rendement de 3.4%)
- La surperformance des « small & mid caps » devrait se poursuivre
- Perspectives encore positives pour les actions

Nous attendons une deuxième partie de l'année plus dynamique pour l'économie suisse caractérisée par une consommation des ménages solide, un retour de la contribution positive des dépenses publiques et une reprise des exportations.

Ces facteurs devraient toujours selon nous soutenir la dynamique qui s'est déjà mise en place au deuxième trimestre.

Grâce notamment aussi à la révision de sa performance du 1^{er} trimestre de +0.1% à +0.3%, la croissance sur l'ensemble de l'année a de bonnes chances de surprendre favorablement un grand nombre d'observateurs.

Le PIB réel suisse a donc été soutenu au 2^{ème} trimestre par les dépenses publiques et par le commerce extérieur.

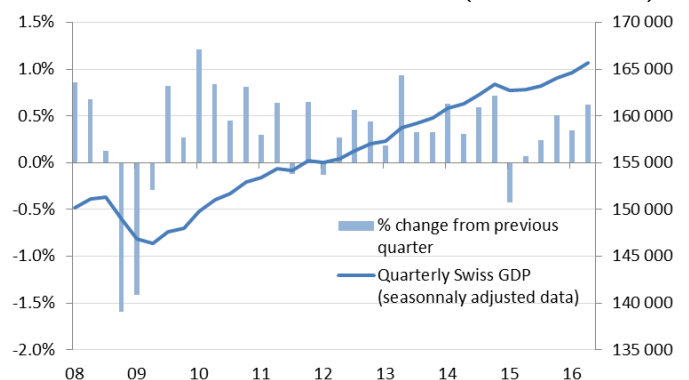
Surprise au 2^{ème} trimestre 2016 : le PIB suisse enregistre sa plus forte progression depuis 2014

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié le 6 septembre les derniers chiffres de croissance dans notre pays. Le PIB de l'économie suisse affiche un rebond très sensible de +0.6% au 2^{ème} trimestre après une progression plutôt faible (+0.1%) en début d'année.

La hausse a surpris la plupart des analystes qui n'attendaient pas mieux qu'une progression de +0.4%. Sur un an, la hausse est à nouveau très encourageante puisqu'elle repasse à +2%.

Nos perspectives pour l'année 2016 étaient affichées à +1.6%. Le rythme du dernier trimestre semble confirmer la possibilité de voir l'économie helvétique se hisser à ce niveau malgré un franc toujours relativement fort.

Performance de l'économie suisse (PIB mio CHF)



Sources: SECO, BBGI Group S.A

Les dépenses des ménages, qui avaient nettement contribué à la hausse du PIB ces derniers trimestres, marquent le pas en restant stables. Les dépenses publiques ont par contre rebondi sensiblement et tiraient

enfin à la hausse la performance de l'économie suisse par une forte progression de +1.7% entre mars et juin.

Du côté du commerce extérieur, le retour à la croissance s'est intensifié. Les exportations de marchandises ont progressé de +0.8%, alors que celles des services déclinaient légèrement de -0.1%.

Les investissements en biens d'équipement ont reculé de -0.9% après une hausse de +2.1% au trimestre précédent. Dans le secteur de la construction, on assiste aussi à un tassement (-0.3%) après les développements positifs du 1^{er} trimestre (+1.1%).

L'économie suisse montre encore sa résilience en résistant à l'appréciation du franc et au changement de politique monétaire majeur intervenu en 2015 en enregistrant la plus forte progression trimestrielle depuis 2014.

Dix-huit mois après le choc monétaire du 15 janvier 2015, l'économie suisse semble surmonter les difficultés occasionnées par cet événement sans précédent.

Les secteurs domestiques ont sans doute mieux résisté que ceux soumis à la concurrence internationale. L'intensification des pressions sur les marges des exportateurs s'était rapidement faite sentir, mais la hausse du dollar et la normalisation du taux de change euro/franc qui se sont ensuite concrétisées ont permis de diminuer quelque peu la pression sur les entreprises. Depuis douze mois, la valeur du franc s'est en effet stabilisée et la volatilité s'est réduite autour des niveaux de 1.10 contre euro et de 0.98 contre dollar. Les réactions des directions ont souvent été rapides et les entreprises ont fait preuve de créativité et de flexibilité pour s'adapter à ce nouvel environnement. Le réexamen des canaux d'achat, l'optimisation des processus, des délocalisations dans certains cas et la hausse temporaire du temps de travail parfois ont été des leviers d'ajustement. Mais si cela s'est traduit par de nouveaux efforts de rationalisation et par une contraction plus faible des marges, les licenciements ont finalement été relativement limités. Le taux de chômage a ainsi d'abord bondi de 3.2% à 3.8%, avant de décliner à 3.2% selon les derniers chiffres du mois d'août.

Le PIB est cette fois-ci soutenu par la hausse des dépenses publiques

La **consommation privée et les dépenses des ménages** ont stagné pour une fois. Mais nous estimons que cette pause devrait être temporaire, car la confiance des ménages nous semble plutôt devoir profiter de l'amélioration du climat économique en Suisse et à l'étranger.

Les dépenses de **consommation des administrations publiques** ont en effet surpris négativement au trimestre précédent par une contraction de -0.8% qui contrastait nettement avec les données de la fin de l'année 2015.

La hausse des dépenses publiques de +1.7% ce trimestre intervient donc au bon moment pour contrer la pause observée auprès des ménages.

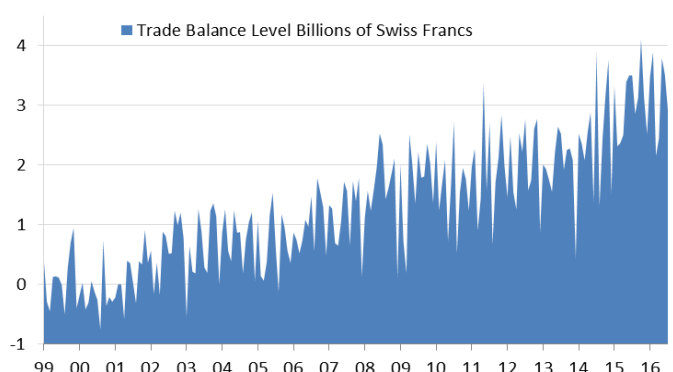
Le commerce extérieur suisse résiste

Les **exportations de marchandises** (sans or non monétaire, objets de valeur et commerce de transit), ont enregistré un développement positif (+0.8%) bien qu'en fléchissement par rapport aux chiffres du dernier trimestre (+2.1%) et de ceux du 4^{ème} trimestre 2015 (+2.9%). La tendance reste toutefois positive. Au niveau de la balance commerciale, l'amélioration se poursuit notamment grâce à la poursuite d'une demande plus faible en progression de +0.5%. C'est du côté des services que l'on note l'écart le plus net avec des exportations en léger déclin (-0.1%) et des importations sensiblement plus en retrait (-1.1%).

La balance commerciale enregistre ainsi un excédent stable par rapport au trimestre précédent d'environ CHF 9.7 milliards.

Plus récemment en juillet, la balance commerciale présentait un solde positif de 2.9 milliards de francs en valeur nominale. La croissance des exportations suisses bondissait de +5.5%, tandis que les importations enregistraient leur plus forte croissance depuis le début de l'année (+9.2%). Depuis le record d'octobre 2015 de +4.1 milliards de francs, le résultat de la balance commerciale suisse s'est sensiblement affaïssé.

Balance commerciale de la Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

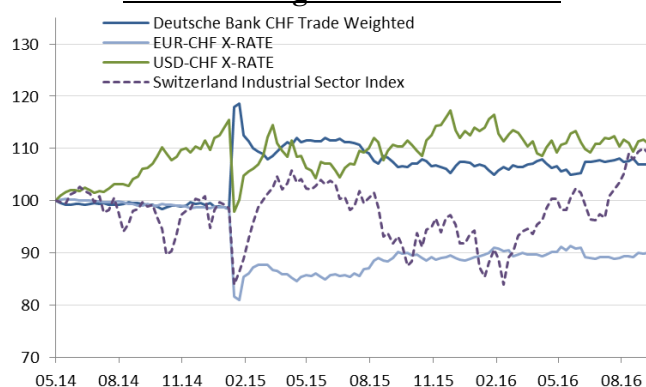
Le contexte macro-économique du début d'année avait été perturbé par divers facteurs ayant conduit à un renversement temporaire des perspectives économiques. Nous évoquons dans notre analyse hebdomadaire du 15 février 2016 les raisons pour lesquelles nous estimons

que l'influence de ces facteurs serait de courte durée. Aujourd'hui les perspectives semblent à nouveau meilleures et sont confirmées par les statistiques macro-économiques. Nous pensons que le contexte économique international se renforce et sera favorable à une poursuite de la tendance positive de notre commerce extérieur. Après plusieurs trimestres de stabilisation attendue, l'environnement monétaire devrait aussi à nouveau être caractérisé par un affaiblissement progressif du franc.

Stabilisation du franc suisse malgré le Brexit et les élections américaines

Le trimestre en cours aurait pu soulever de nouvelles incertitudes majeures après le vote britannique en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Mais cet événement n'a finalement pas eu une portée majeure sur la psychologie des investisseurs, relativement sereins face aux risques potentiels de cet événement. La livre sterling a certes fait l'objet de dégagements, mais aucune panique durable n'a résisté à l'analyse de la situation. Le franc suisse n'a pas été massivement recherché comme valeur refuge dans ce contexte et les élections américaines ne semblent pas non plus constituer pour l'instant une source de préoccupation spécifique pouvant soutenir la demande de franc suisse. Ainsi, le dollar est resté relativement stable, comme l'euro contre notre monnaie. Nos prévisions sur les taux de change sont donc 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 de leurs devises, mais nous estimons toujours probable de voir une nouvelle tendance à l'affaiblissement du franc suisse se mettre en place après la phase de stabilisation observée depuis plusieurs mois qui portera le dollar au-dessus de 1.05 et l'euro vers 1.15. Les réserves de devises de la BNS ont tout de même encore progressé dans ce contexte et s'établissent à 626 milliards en août, soit environ 11 milliards de plus qu'en juillet.

Taux de change contre franc suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

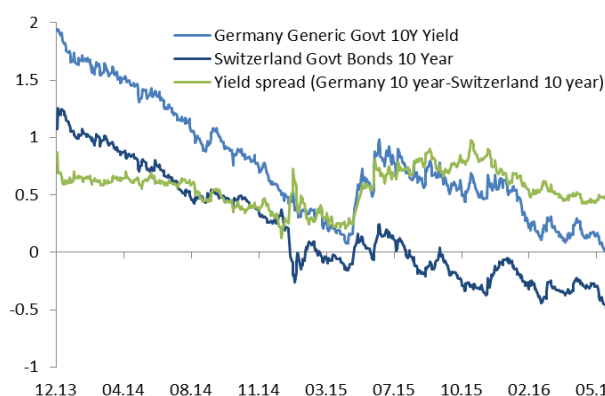
Indicateurs avancés encore hésitants

Le climat de consommation s'améliore progressivement, la mesure de l'UBS montre une amélioration en juillet de 1.21 à 1.32, mais les ventes de détail peinent toujours à retrouver un rythme de croissance positif et durable (-2.2 en juillet). Le baromètre du **KOF** (99.8) se contracte et repasse en-dessous de 100. Plus encourageant, l'indicateur avancé des directeurs d'achat (indice **PMI**) rebondit en août (51) après une faiblesse constatée en juillet (50.1).

A-t-on enfin vu le point bas des taux longs en juillet 2016 ?

Les taux longs n'ont pas tardé à réagir au vote britannique. Presque instantanément et sans véritable distinction, le Brexit a provoqué une nouvelle vague d'achats compulsifs d'obligations gouvernementales dont qui a permis d'atteindre de nouveaux records historiques dans la plupart des marchés de taux. La chute des taux longs du gouvernement britannique est sans doute la plus étonnante à moyen terme, la chute de la livre sterling impliquant notamment à terme la nécessité d'une prime de risque suffisante pour financer le déficit britannique. Quoiqu'il en soit, la chute des rendements des Gilt à dix ans de 1.4% à 0.5% marque certainement le point de renversement de l'euphorie actuelle sur les taux d'intérêts à long terme. Depuis le début du mois de juillet, les taux longs ont entamé dans la plupart des pays et en Suisse en particulier, une phase de normalisation. Les taux du Bund allemand sont ainsi repassés en terrain positif. Ces derniers mouvements de taux n'ont pas affecté le taux de change EUR/CHF, mais nous prévoyons une reconstitution partielle de l'écart de rendement qui sera défavorable au franc.

Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

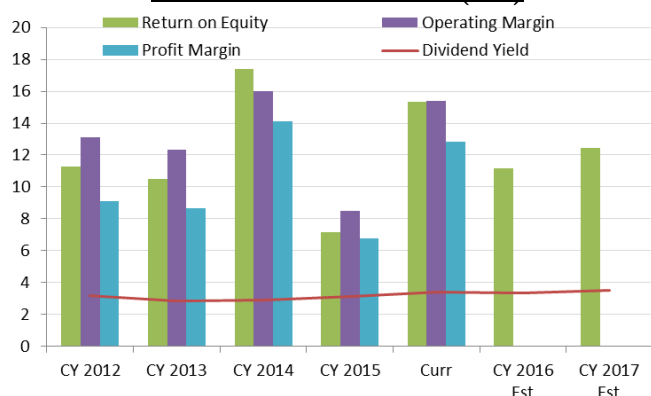
L'indice des prix à la consommation suisse poursuit régulièrement la phase de retournement de tendance débutée à la fin de l'année 2015. Après avoir atteint son dernier plus bas niveau historique à -1.4% en novembre, l'indice CPI suisse progresse en effet régulièrement depuis

cette date et approche le niveau de zéro. La déflation qui menaçait notre économie en 2009, en 2012 puis en 2015 est en passe d'être écartée. Ce résultat est particulièrement important dans le contexte du franc fort qui pèse théoriquement sur les prix importés. Ceux-ci ont en fait aussi atteint leur point bas au deuxième trimestre 2015. La stabilisation du franc depuis le choc du 15 janvier, couplée à la hausse des matières premières, contribue à cette dynamique. Nous estimons que l'inflation repassera en territoire positif au cours des prochains mois et créera de ce fait une nouvelle situation de rendements réels négatifs très favorable à l'économie suisse et à l'investissement.

Les « blue chips » suisses avancent lentement

L'année 2016 est pour l'heure toujours caractérisée par des performances négatives très importantes des banques, de la pharma et des titres horlogers. Difficile pour les indices des actions suisses d'enregistrer des performances positives lorsque ces valeurs phares de la cote s'enfoncent dans les chiffres rouges. La correction de valeur des titres suisses ayant été significative en février, nous relevions alors qu'elle offrait une opportunité de repositionnement. Depuis cette date, la reprise du marché suisse est d'environ +15%. Celle-ci est largement influencée par la hausse des valeurs pharmaceutiques et des valeurs secondaires, tandis que les bancaires ont enfin rebondi pendant l'été.

Données fondamentales (SPI)



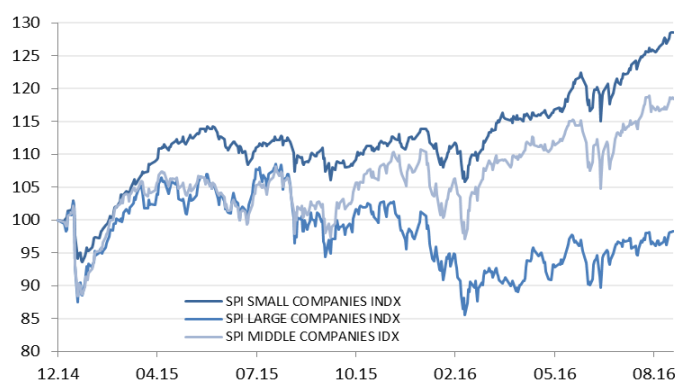
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Globalement, la valorisation actuelle des actions suisses est d'environ 17x les bénéfices 2016 et à 16x les bénéfices 2017, elle semble encore raisonnable en comparaison historique.

Le rendement des actions suisses reste aussi relativement attractant à 3.4% (2016). Le différentiel de rendement en faveur des actions est toujours proche de +4%. A long terme, rappelons que les dividendes distribués représentent une part significative de la performance globale enregistrée par les actions, l'autre partie étant représentée par les plus-values en capital.

Le segment « small & mid cap » du marché présente en général un niveau de croissance des bénéfices à long terme et des P/E supérieurs à ceux des grandes valeurs du SMI. Nous estimons que la prochaine hausse des actions suisses devrait à nouveau favoriser les petites et moyennes capitalisations, même si nous attendons un retour des « blue chips » indispensable à la hausse des indices.

Surperformance attendue des « small & mid caps »



Conclusion

Nous maintenons une prévision de hausse de +1.6% du PIB en 2016, notamment grâce à une conjoncture européenne et internationale un peu meilleure, ainsi qu'à une reprise des exportations. Les valeurs de la cote suisse sont bien positionnées pour bénéficier du renforcement de la croissance mondiale et de l'affaiblissement du franc.

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 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