

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



9 décembre 2014

## PIB suisse : +0.6% au 3<sup>ème</sup> trimestre et +1.9% sur un an

La révision du PIB suisse du 2<sup>ème</sup> trimestre avait déjà rétabli la confiance. Les chiffres du 3<sup>ème</sup> trimestre permettent désormais de réaffirmer la dynamique positive dans notre pays.

### Points clés

- Le PIB suisse avance de +0.6% au 3<sup>ème</sup> trimestre et résiste à l'absence totale de croissance en Europe
- Croissance 2014 et 2015 estimées à +2%
- Les exportations bénéficient de la hausse du dollar
- La balance commerciale est en hausse de +33%
- La consommation privée avance de +0.6%
- Stabilité du marché de l'emploi, chômage à 3.2%
- Les indicateurs avancés demeurent hésitants
- L'inflation reste inexistante
- La probabilité de nouvelles interventions sur l'Euro/CHF augmentent à l'approche du plancher
- Taux à 10 ans à nouveau au plus bas à 0.27%
- L'air se raréfie à 9'000 points pour le SPI
- Mais l'absence d'alternative peut pousser les actions plus haut en 2015

### Le PIB suisse retrouve un rythme réjouissant au 3<sup>ème</sup> trimestre (+0.6%), ce qui suggère une hausse de +2% en 2014

Le PIB réel de la Suisse a de nouveau bondi de +0.6% au 3<sup>ème</sup> trimestre par rapport au trimestre précédent, après une révision à la hausse des chiffres du 2<sup>ème</sup> trimestre (+0.3%). Le PIB réel suisse s'établit donc à 162.5 milliards de francs au 3<sup>ème</sup> trimestre (corrige des variations saisonnières), pour une valeur annualisée de 650 milliards de francs et de 645 milliards sur les douze derniers mois.

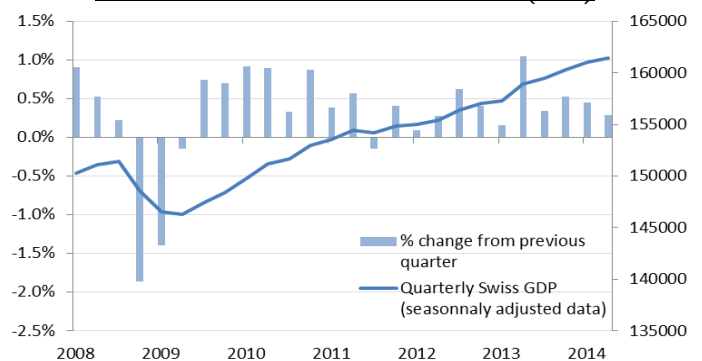
Cette sensible reprise de la croissance s'inscrit finalement dans la dynamique observée depuis deux ans et tranche singulièrement avec l'absence de performance et de résultat enregistrés par nos principaux partenaires commerciaux proches.

La première publication des chiffres de croissance du 2<sup>ème</sup> trimestre (0%) avaient fait craindre un affaiblissement brutal de la conjoncture en Suisse

induit par une conjoncture allemande en très net déclin sur la même période (chute de +0.8% à -0.1% entre le 1<sup>er</sup> et le 2<sup>ème</sup> trimestre). La première révision du PIB avait ensuite montré la résistance de notre économie face aux déboires conjoncturels européens. Ainsi, l'économie suisse aura sans doute été affectée par le passage temporaire de la croissance allemande en zone négative au 2<sup>ème</sup> trimestre, mais la bonne tenue de sa consommation intérieure notamment et de ses exportations auront contribué de manière décisive à l'excellente résistance de la conjoncture helvétique en 2014.

A quelques semaines de la fin de l'année, les conditions économiques suisses nous semblent toujours positives. L'économie suisse est selon nous en mesure d'atteindre l'objectif de +2% de croissance que nous prévoyions en début d'année 2014. Il n'est par ailleurs pas exclu que l'accélération de la dynamique de croissance aux Etats-Unis certainement en cours ne soutienne aussi l'activité dans notre pays. Une poursuite de la progression de nos exportations pourrait ainsi donner un soutien additionnel à la croissance au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre, ce qui lui permettrait d'égaliser la performance réalisée en 2013 (+2.2%).

**Performance de l'économie suisse (PIB)**



Sources: SECO, BBGI Group S.A

La consommation privée reste très bien orientée dans notre pays. Les dépenses des ménages ont enregistré une progression de +0.6%. Ce trimestre, la contribution positive provient tout d'abord des dépenses de santé et des transports, tandis que les autres composantes ont eu une contribution stable.

Les dépenses publiques et celles des assurances sociales ont renversé leur tendance en bondissant de +0.9% ce trimestre, après deux trimestres consécutifs négatifs.

Du côté des investissements, l'amélioration observée dans le segment des biens d'équipement s'est poursuivie. La hausse des investissements en biens d'équipements s'établit à +0.3%. Le secteur de la construction, encore négatif au 2<sup>ème</sup> trimestre, s'est enfin relevé au 3<sup>ème</sup> trimestre et affichait une belle croissance de +0.8%.

Les exportations de marchandises marquaient à nouveau une très belle progression de +2.8% après avoir enregistré une petite pause au 2<sup>ème</sup> trimestre. C'est à nouveau le secteur bijouterie et les produits chimiques/pharma qui soutiennent la tendance alors que le secteur des machines et des métaux sont en retrait.

Le rebond des exportations s'est matérialisé dans un contexte d'affaiblissement du franc contre le dollar. La devise américaine s'est en effet raffermie contre le franc de près de +7% en remontant de 0.88 à la fin juin à 0.95 en fin de trimestre. La force du dollar s'est encore plus nettement manifestée contre l'euro, qui perdait -0.7% contre le franc pendant la même période.

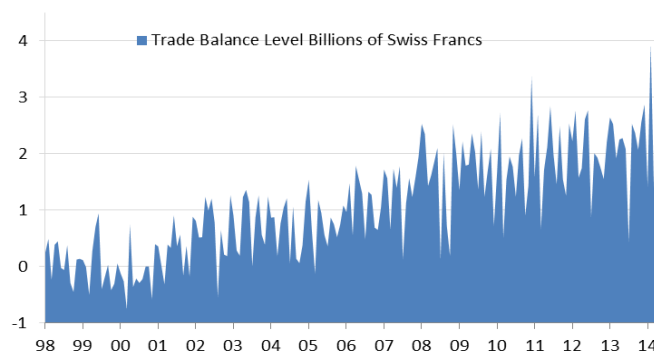
La croissance du PIB suisse a ainsi surpris les observateurs, pour la plupart convaincus que la faiblesse conjoncturelle européenne devait pénaliser la performance de la Suisse en raison de la dépendance élevée de nos exportations à la zone euro.

Mais la réalité est pourtant bien différente, comme le suggèrent à nouveau les derniers chiffres du commerce extérieur suisse, publiés au mois d'octobre.

**En effet, la balance commerciale suisse a encore atteint un niveau presque record en enregistrant une progression de +33% de son solde positif (de 2.45 milliards à 3.26 milliards d'excédent commercial).**

Ce résultat constitue la deuxième meilleure performance de l'année, après le chiffre extraordinaire de 3.94 milliards de francs atteint en juillet. La récente hausse du dollar semble donc à nouveau doper les résultats de notre balance commerciale, qui enregistre de fait son troisième meilleur résultat historique en octobre 2014.

## Balance commerciale de la Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La balance commerciale suisse n'a plus enregistré de solde négatif depuis août 2005, soit depuis près d'une décennie. La hausse de la volatilité des soldes mensuels observée depuis dix ans introduit un peu plus d'incertitude dans l'exercice prévisionnel, mais elle s'inscrit toutefois dans une tendance haussière très solide. En effet, l'excédent moyen de la première moitié de la décennie 2000 s'établissait plutôt à 500 millions avant de se fixer à 1 milliard, mais il est désormais proche de 2 milliards en moyenne depuis le début de la crise en 2008. La vigueur de notre secteur exportateur est donc à saluer dans un contexte de volatilité des taux de change et d'affaiblissement du commerce mondial depuis quelques années. Sa contribution à l'évolution positive du PIB suisse, tant en chiffres absolus que sur le plan relatif, s'est avérée déterminante et devrait selon nous encore soutenir l'économie helvétique en 2015.

La hausse des exportations de marchandises de +4.7% en octobre a pu s'appuyer sur une très forte progression des exportations horlogères à destination des Etats-Unis (+22.4%) et du Japon (+8.3%), tandis que les exportations vers la Chine (-8.6%) et Singapour (-8.8%) enregistraient une baisse similaire.

Les importations de marchandises ont aussi progressé en octobre de +2.7%, après leur chute de -7.4% en septembre.

## Estimations de PIB pour 2014 et 2015

Nous indiquions dans notre dernière analyse trimestrielle pour la Suisse que nous attendions une reprise des exportations au 3<sup>ème</sup> trimestre notamment en raison de la vigueur de la croissance attendue aux Etats-Unis et d'une probable appréciation du dollar contre franc suisse, qui contribueraient positivement au PIB suisse. Nous accueillons donc avec satisfaction les dernières statistiques montrant précisément cette progression, qui devrait certainement pouvoir se poursuivre au cours des prochains mois, même dans l'éventualité d'une stabilisation du taux de change.

En 2015, la croissance américaine devrait rester solide et soutenir la demande de biens et services suisses. Par ailleurs, la faiblesse conjoncturelle européenne devrait tout de même bénéficier des plans de relance de la BCE et pourrait dans ce contexte finalement développer elle aussi des effets positifs sur le niveau des échanges avec la Suisse. Globalement, 2015 devrait voir une reprise du commerce mondial se matérialiser et affecter favorablement le niveau de nos exportations. Mais 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. Mais dans l'absence d'une vision plus précise sur les modalités d'application de l'initiative du 9 février, nous maintenons notre prévision de croissance à environ +2% pour l'année 2015.

### Détérioration du climat de consommation sans effets réels sur la consommation effective

Depuis quelques mois, nous relevons que la consommation des ménages devrait s'essouffler un peu. Les dépenses des ménages privés ont tout de même progressé de +0.6% sur le trimestre, mais 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. Le taux de chômage est stable à 3.2%, mais plusieurs secteurs semblent indiquer des conditions plus difficiles pour 2015. Dans ce contexte, l'indicateur UBS de la consommation en Suisse a encore récemment montré une nouvelle faiblesse en glissant de 1.41 à 1.29 entre septembre et octobre. Les ventes de détails sont passées de +1.9% en août à +0.3% en septembre sur un an. Les ménages semblent avoir réagi négativement à l'annonce, pendant l'été, d'une croissance nulle pour le 2<sup>ème</sup> trimestre dans notre pays et par l'entrée en récession de l'économie allemande. Nous estimons que ces éléments ont été surestimés et seront révisés plus positivement au cours des prochains mois.

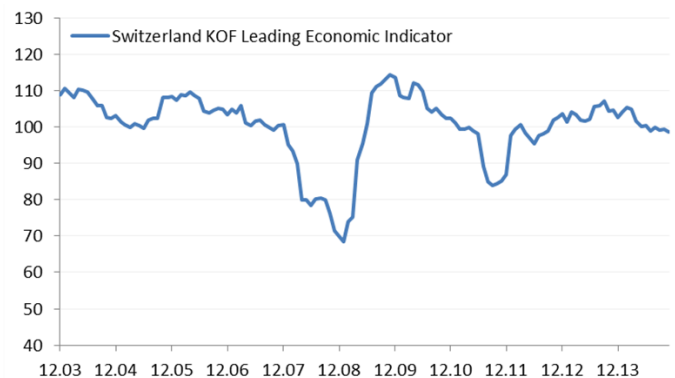
### Indicateurs avancés hésitants

#### Les indicateurs avancés du KOF suggèrent une stabilisation de la dynamique conjoncturelle suisse.

Le baromètre du KOF pour le mois de novembre (98.7 points) glisse encore de 0.8 points et se situe désormais en-dessous de sa moyenne pluriannuelle. Ce résultat laisse envisager un hiver en demi-teinte dans les secteurs bancaires et industriels. Les indicateurs dans la consommation corroborent la détérioration de la

confiance des ménages et le secteur des ventes de détails ne montrent pas d'impulsions positives. Contrairement au mois précédent, les impulsions positives proviennent des secteurs du bâtiment et de certains indicateurs internationaux.

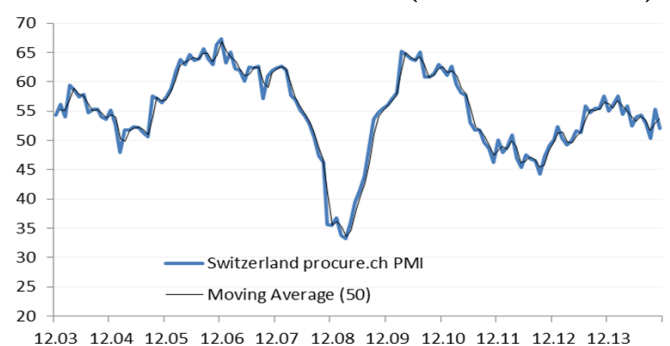
#### Indicateur avancé du KOF



Sources: Bloomberg, KOF, BBGI Group S.A

En octobre, la confiance des investisseurs, mesurée par le ZEW Center for European Economic Research & Crédit Suisse, avait enregistré une amélioration sensible et rebondissait de -30 à -7.6. La confiance restait malgré tout en berne par rapport aux enquêtes réalisées au cours des huit premiers mois de l'année. Du côté de la production, l'indicateur avancé PMI (Directeurs d'achat) global pour le mois de novembre faiblit (52.1) mais se stabilise toujours en zone de croissance depuis quelques mois. La dynamique industrielle ralentit mais devrait se maintenir en fin d'année.

#### Indicateur avancé Swiss PMI (Directeurs d'achat)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Toujours pas de risques inflationnistes

Pas de changement dans l'indice des prix à la consommation en novembre dans notre pays, les prix restent stables sur un an (-0.1%). Depuis quelques mois, la croissance des prix à la consommation oscille autour de zéro. La 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 -0.1%, tandis qu'en rythme annuel, le déclin était de -1.1%.

## Nouvelles interventions probables sur le franc

Les réserves de devises de la BNS ont à nouveau progressé légèrement pour atteindre 462 milliards en novembre. La faiblesse conjoncturelle en Europe et le passage en croissance négative de l'Allemagne ont relancé l'intérêt des investisseurs pour notre devise. Mais l'appréciation de ces derniers mois n'est que la suite de la tendance déjà en place depuis juin 2013. L'euro est à nouveau proche de son niveau plancher, ce qui nécessitera de nouvelles interventions probables de la BNS au cours des prochains mois. Rappelons que le niveau des parités de pouvoir d'achat (PPA) est de 1.33.

### Taux de change Euro/Franc suisse



## Les taux à dix ans de la Confédération à zéro ?

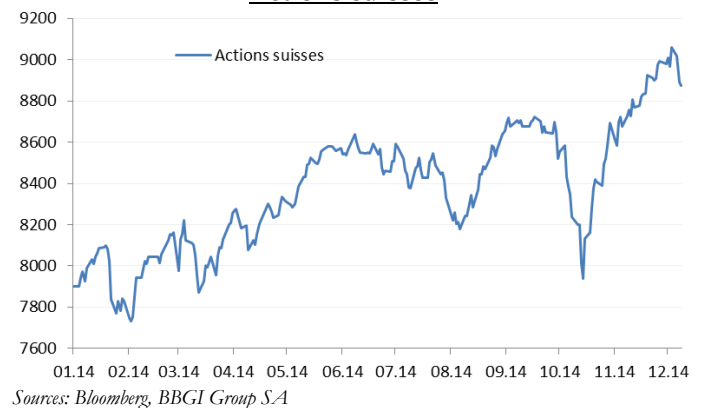
La baisse des taux de la Confédération à dix ans - à seulement 0.27%/an aujourd'hui - aura certainement pris à contre-pied une très large majorité d'investisseurs en 2014. Après 22 ans de baisse, le rendement à dix ans de la Confédération est désormais plus proche de zéro que jamais. En brisant leur niveau plancher atteint en 2012, ils se situent désormais en-dessous des niveaux les plus bas enregistrés par les taux gouvernementaux japonais.

Cette dernière baisse est largement due aux risques de récession en Europe, à la vigueur du franc et à l'absence totale d'inflation dans notre pays. La réduction des primes de risque aux niveaux de 2007 et la convergence des rendements des diverses classes de débiteurs suggèrent désormais des risques élevés. Les perspectives sont donc de plus en plus négatives pour les obligations suisses, mais la hausse des taux longs ne pourra sans doute pas se concrétiser avant que la situation européenne ne s'améliore. Réduire l'exposition globale et la durée semble la seule stratégie rationnelle en 2015.

## L'air se raréfie pour les actions à 9000 pts (SPI)

La volatilité s'est fortement accrue au cours des six derniers mois sur le marché suisse. La dernière hausse des actions a par ailleurs été la plus forte enregistrée en 40 jours depuis le début du « bull market » en 2009. Les titres suisses ont de ce fait largement surperformé les valeurs européennes et sont désormais valorisés à 16x les bénéficiaires 2015 et 2.5x leur valeur comptable. Le marché suisse est à notre avis déjà correctement valorisé et aura besoin de nouveaux éléments de soutien en 2015 pour justifier une prochaine progression des cours.

### Actions suisses



## Conclusion

**La croissance devrait approcher +2% en 2015. L'absence d'alternative dans un contexte de taux à nouveau en hausse pourrait à elle seule suffire à entretenir la tendance positive sur les actions en 2015, malgré des valorisations généreuses.**

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