



L'économie suisse digère encore l'impact du franc fort

Le PIB stagne au T3 (+0%) et progresse de +0.8% sur un an. Contribution positive de la consommation et des dépenses publiques. Perspectives positives pour les actions suisses.

Points clés

- Le PIB suisse stagne au 3^{ème} trimestre (+0.0%) et avance de +0.8% sur un an
- La consommation des ménages privés et de l'Etat apportent une contribution positive
- L'appréciation du franc n'affecte pas le résultat de la balance commerciale, qui atteint un solde positif record de 9.4mrd\$ au 3^{ème} trimestre
- Affaiblissement du franc en cours
- Différentiel de taux en faveur de l'euro maintenu à 84 p/b
- Indicateurs avancés toujours indécis
- Les sociétés suisses ne souffrent pas autant que prévu des effets d'une hausse brutale du franc
- Valorisation raisonnable des actions suisses à 16x les bénéfices 2016, rendement de 3.3%
- Perspectives encore positives pour les actions

exportations tranche avec une vision initiale plus pessimiste des capacités d'adaptation de certains secteurs de notre économie nationale. Ce trimestre encore, la balance commerciale des biens a ainsi contribué favorablement au PIB.

Onze mois après l'abandon du taux plancher par la BNS et l'introduction d'une nouvelle politique monétaire de taux d'intérêt négatifs, l'économie suisse montre une résistance qui surprend bon nombre d'observateurs. Après avoir enregistré treize trimestres consécutifs de croissance, le produit intérieur brut helvétique n'aura finalement glissé en-dessous du seuil de croissance que l'espace d'un court trimestre, avant de se retrouver à nouveau en territoire positif, même si le retour à une croissance nette peine à se matérialiser.

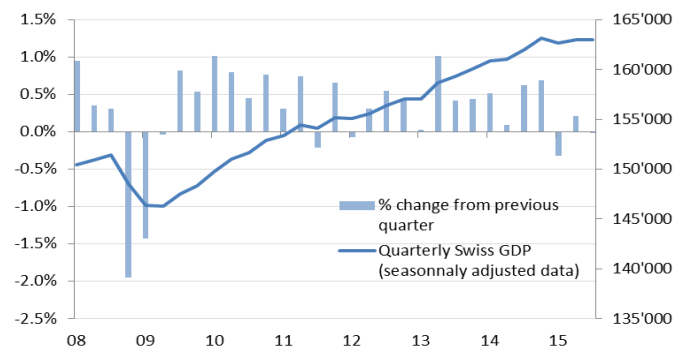
L'économie suisse digère la hausse du franc et stagne au 3^{ème} trimestre

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) publiait ce jour les derniers chiffres de croissance dans notre pays. D'après ceux-ci, le PIB de l'économie suisse a donc stagné au 3^{ème} trimestre et progressé de +0.8% sur un an.

L'économie suisse a donc stagné pendant l'été après avoir enregistré un résultat positif (+0.2%) au 2^{ème} trimestre.

Si le chiffre en lui-même n'impressionne pas, il faut tout de même souligner la résistance de notre économie au choc du franc fort. L'économie suisse semble paralysée, mais ce résultat masque des divergences significatives de contribution et des surprises encourageantes. Ainsi, la solidité de nos

Performance de l'économie suisse (PIB)



Sources: SECO, BBGI Group SA

L'appréciation de notre devise en janvier 2015 s'inscrivait dans un historique de plus de 40 ans, caractérisé par des périodes de hausse fréquentes contre la plupart des devises et en particulier contre le dollar. A chaque fois, il était légitime de s'interroger sur les effets induits et sur les risques de perte de compétitivité de notre économie. Ces risques de perte de parts de marchés pour nos secteurs exportateurs sont toujours réels. En 2015 et 2016, nous observerons sans doute une intensification des pressions et une baisse du niveau de compétitivité des sociétés

suisses actives dans des secteurs traditionnellement exposés à une forte concurrence internationale. Mais aujourd'hui déjà, les réactions des managements ont souvent été rapides et ces entreprises ont encore fait preuve de créativité et de flexibilité pour s'adapter à ce nouvel environnement. Cela s'est tout d'abord traduit par de nouveaux efforts de rationalisation, parfois au détriment de l'emploi en Suisse, et souvent par une contraction de leurs marges.

Dans ce contexte, la résistance de l'économie suisse est remarquable et laisse espérer une reprise en 2016 soutenue par une dynamique internationale plus affirmée. La hausse du PIB pourrait donc être de +1% en 2015 et de +1.5% en 2016.

Le PIB reste soutenu par la consommation des ménages et par les dépenses publiques

La consommation privée et les dépenses des ménages enregistrent une nouvelle progression de +0.4% et restent ainsi bien orientées à long terme.

Les dépenses de consommation publiques des administrations ont aussi progressé de +1.8% et soutiennent plus nettement la tendance.

Du côté des investissements en biens d'équipement, l'amélioration observée s'est encore poursuivie ce trimestre, comme en témoigne la nouvelle progression des dépenses de +0.2% après l'accélération de +1.5% du trimestre précédent. Du côté de la construction, la baisse des taux d'intérêt ne parvient pas à influencer plus favorablement la conjoncture qui recule de -0.9%.

Les exportations de marchandises (sans or non monétaire, objets de valeurs et commerce de transit), ont avancé de +0.5% et maintiennent le rythme déjà observé au 2^{ème} trimestre. L'horlogerie et la bijouterie, qui contribuaient positivement au 2^{ème} trimestre, marquent le pas. La hausse des exportations est ainsi essentiellement due à la dynamique des segments pharmaceutiques et chimiques. Dans ce contexte, les importations suisses de marchandises ont stagné.

Cette légère progression des exportations a été enregistrée dans un contexte de hausse de l'euro (de 1.04 à 1.09) et du dollar (de 0.93 à 0.97) contre le franc suisse.

La balance commerciale des biens a donc enregistré une contribution positive, tandis que celle des services réalisait un résultat négatif.

Commerce extérieur suisse toujours en hausse

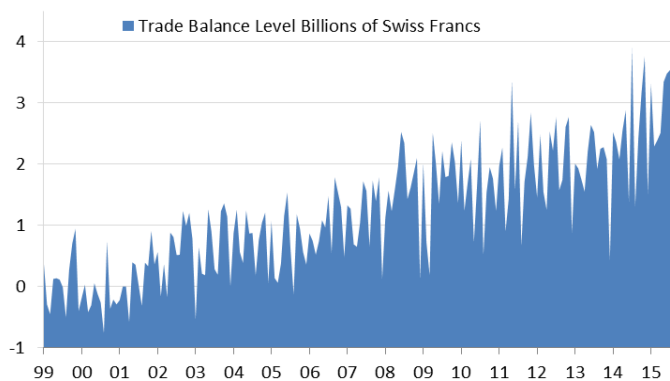
Plus récemment en octobre, les exportations suisses ont encore bondi de +5.4%, alors que la progression des importations restait limitée à +3.5%.

Onze mois après l'appréciation record du franc suisse, les résultats de notre commerce extérieur restent étonnamment à nouveau au beau fixe.

Le solde commercial positif record du 4^{ème} trimestre 2014 (8.51 mrds) s'était à nouveau accru après une stabilisation de courte durée au 1^{er} trimestre (8.17 mrds) pour atteindre son plus haut niveau en juin de 9.4 mrds. Le résultat du 3^{ème} trimestre dépasse encore ce total en atteignant 9.651mrds.

En octobre, le résultat de la balance commerciale suisse enregistre un record à +4.156 mrds de francs, soit 266 mios de plus que le record historique atteint en juillet 2014 (3.89 mrds).

Balance commerciale de la Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La décision d'abandonner le taux plancher, qui devait à priori s'avérer négative pour le résultat de notre commerce extérieur en 2015, ne semble donc toujours pas développer les effets redoutés.

Alors que les perspectives d'affaiblissement du franc se sont clairement matérialisées et accélérées au cours de l'été, celles de l'économie européenne semblent aussi enfin se renforcer.

Ce contexte devrait être favorable à une poursuite de la tendance positive des exportations suisses.

L'affaiblissement annoncé du franc est en cours, l'euro est encore à la traîne

Nous l'avions indiqué dans les jours qui ont suivi l'annonce de l'abandon du taux plancher, la politique de taux d'intérêt négatif s'avérera efficace en 2015, pour peu que les perspectives de reprise économique aux Etats-

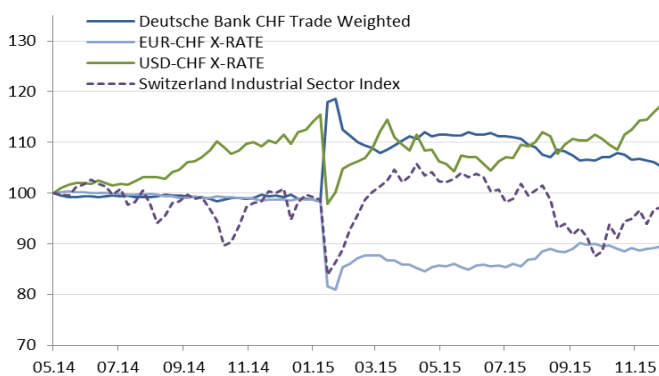
Unis et en Europe s'améliorent. Nous relevions qu'il n'était pas improbable de voir l'euro remonter au-dessus de 1.10 dans ce contexte, alors qu'aux Etats-Unis, le renforcement attendu de la dynamique économique en 2015 devait favoriser un retour du dollar au-dessus de la parité et ultérieurement vers 1.05-1.10 également en 2016.

Nos prévisions sur les taux de change du début d'année se sont donc réalisées. Mais la zone euro manque encore de dynamisme pour permettre une nouvelle progression du taux de change vers le niveau attendu de 1.15 et peut-être même 1.20 en 2016.

Des perspectives plus favorables pour la zone euro avaient déjà contribué à la normalisation des taux longs allemands au 2^{ème} trimestre. La hausse des taux à dix ans – de pratiquement 100 points de base observée entre avril et juin – s'est ensuite réduite de moitié, conformément à nos attentes, et se situe désormais à +0.47%.

En Suisse, on assistait aussi à une nouvelle détente des taux longs qui glissaient même à nouveau en-dessous du point bas atteint en janvier (-0.2%) pour s'établir à ce jour à -0.37%.

Taux de change contre Franc suisse



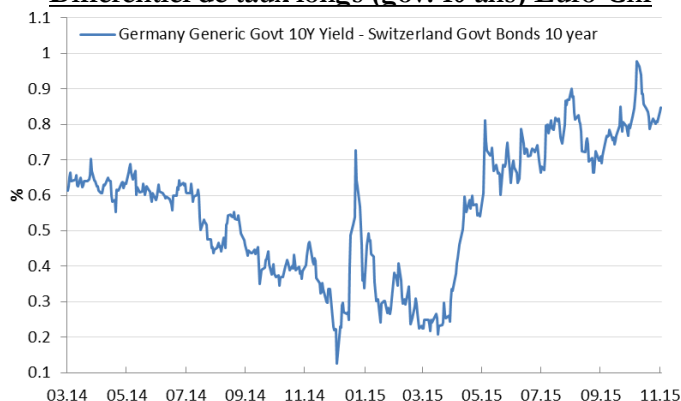
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le différentiel des taux longs entre les deux débiteurs étatiques s'est donc effrité mais reste aujourd'hui encore à 0.84% en faveur de l'euro.

La politique de taux d'intérêt négatifs en Suisse a donc permis de reconstituer un différentiel de taux d'intérêt en défaveur du franc suisse qui progresse encore de 63 (juin) à 84 points de base à ce jour et retrouve son niveau moyen de 2012-2013.

Nos prévisions pour les six prochains mois favorisent une poursuite de la tendance d'affaiblissement du franc.

Différentiel de taux longs (gov. 10 ans) Euro-Chf



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les perspectives pour le segment obligataire sont par conséquent toujours plus négatives.

L'affaiblissement graduel du franc est un facteur de détente, mais seule une hausse de l'euro motivée par une reprise conjoncturelle européenne serait de nature à modifier la stratégie de la BNS. En 2016, cette perspective gagne en probabilité. Un changement de politique monétaire serait envisageable dans un tel contexte qui provoquerait des moins-values significatives sur le segment obligataire à longues échéances.

Indicateurs avancés encore indécis

Le climat de consommation se dégrade et présente une image plus indécise. Les indicateurs ZEW du CS sont en baisse de -18.3 à 0 en novembre tandis que la mesure de l'UBS montre une légère progression de 1.56 à 1.6 en octobre. Les ventes de détail ne confirment pas encore de changement notable dans le comportement des ménages, même si celles-ci baissent encore en octobre (-0.8%) essentiellement en raison de la baisse de l'énergie. Le taux de chômage demeure faible (3.3%), ce qui restera sans doute le facteur clé du soutien à la consommation. Le baromètre du KOF hésite : après une légère progression en octobre à 100.4, il est à nouveau en baisse à 97.9 en novembre. Le mouvement est similaire sur l'indicateur des directeurs d'achat (indice PMI) qui repasse au-dessous du seuil de croissance de 50 (49.7).

Un raffermissement de la conjoncture en Europe devrait permettre un retournement de tendance des indicateurs avancés et de la conjoncture.

Les actions suisses restent attrayantes

Le 15 janvier, le marché action plongeait de -15% et nous relevions alors que cette correction brutale serait de courte durée avant un retour de la tendance haussière. Les investisseurs craignaient un effondrement des bénéfices

des sociétés suisses en raison de la chute de l'euro qui ne s'est pas manifestée de la manière attendue.

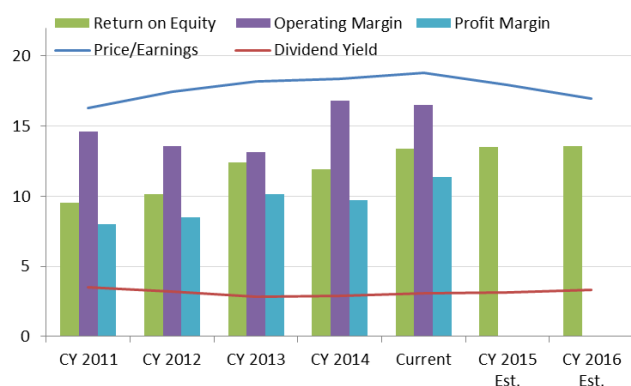
A quelques semaines de la fin de l'année, les sociétés suisses cotées devraient enregistrer une croissance de leurs profits de +7% en 2015.

Après deux pics de volatilité et deux corrections brutales mais temporaires des cours, le marché suisse des actions se situe désormais à nouveau au-dessus de 9'200 points sur l'indice SPI (niveau du 14 janvier). Le rapide rebond du dollar, puis ensuite l'appréciation de l'euro, ont contribué à la réduction des pressions initiales sur les marges et les résultats.

Les actions suisses pourraient bien surprendre favorablement les analystes en 2016 également en enregistrant une croissance des profits supérieure aux attentes. La croissance attendue d'environ +5.5% pour 2016 pour les titres du SPI (respectivement +3.1% pour le SMI) ne nous semble pas excessive dans le contexte de stabilisation du risque de change et de relance conjoncturelle, tant aux États-Unis qu'en Europe.

Ainsi, la valorisation actuelle des actions suisses à 18x les bénéfices en cours est en-dessous des valorisations récentes et à 16x les bénéfices 2016, elle semble raisonnable en comparaison historique.

Données fondamentales (SPI)

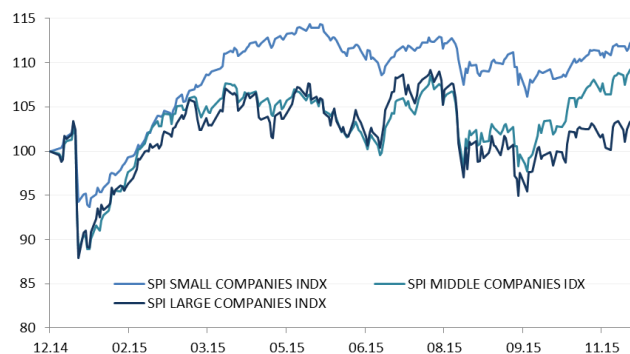


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le rendement des actions suisses progresse même légèrement de 3.1% à 3.3% (2016) et devient très attrayant dans le contexte actuel de taux bas.

Le différentiel de rendement en faveur des actions est désormais proche de +4%. Le segment « mid cap » du marché présente en général un niveau de P/E supérieur à celui des grandes valeurs du SMI. C'est toujours le cas aujourd'hui, mais la prime de valorisation est cependant à nouveau en-dessous de sa moyenne à long terme. Nous estimons que cette surperformance pourrait se maintenir dans les prochains mois et nous privilégions désormais le segment des « mid cap », qui devrait bénéficier d'une reprise européenne. La croissance des bénéfices de ce segment devrait être supérieure à celle du SMI en 2016 et confirmer ainsi l'observation faite à long terme d'une dynamique plus forte de ce secteur. La reprise conjoncturelle en Europe pourrait être le prochain catalyseur de la surperformance boursière de ces sociétés. Par ailleurs, ce segment du marché présente une bonne capacité d'accroissement des dividendes, un avantage particulièrement intéressant dans le contexte de taux et de rendements négatifs.

Surperformance attendue des « mid caps » suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Conclusion

L'économie suisse résiste au choc. Elle profitera aussi d'une poursuite attendue de l'affaiblissement du franc, notamment contre euro et de la reprise qui se dessine en Europe. Le PIB en 2016 devrait croître de +1.5%.

Les fondamentaux des actions suisses restent attrayants. Le rendement de 3.3% des actions suisses se compare avantageusement aux rendements négatifs observés sur les obligations de la Confédération.

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