

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

28 mai 2014

PIB suisse : hausse de +0.5% au 1^{er} trimestre et de +2% sur un an

Le PIB suisse avance une nouvelle fois de +0.5% au 1^{er} trimestre. Malgré l'affaiblissement de la dynamique européenne, l'économie suisse progresse grâce au rebond des exportations.

Points clés

- Rebond de la croissance du PIB au 1^{er} trimestre (+0.5% et +2% en rythme annuel)
- Exportations à nouveau plus dynamiques malgré une croissance européenne en berne
- La consommation privée marque le pas comme attendu (+0.1%)
- Baisse temporaire de la confiance des ménages
- Renforcement et stabilité du marché de l'emploi
- Indicateurs avancés incertains depuis 3 mois
- L'inflation reste inexistante
- Réserves de devises stables (438.9 milliards)
- Estimation du PIB en 2014 : +2% à +2.5%
- Normalisation et hausse des taux en Suisse
- Conditions favorables à une surperformance des actions

Le PIB suisse avance de +0.5% au dernier trimestre et de +2% en rythme annuel

L'économie suisse débute l'année 2014 sur un rebond de son activité au 1^{er} trimestre (+0.5%). La performance de l'économie suisse en prix constants et en rythme annuel reste stable à +2% (corrigée des variations saisonnières et de l'évolution des prix). Le PIB réel suisse s'établit donc à 561 milliards de francs au 1^{er} trimestre, pour une valeur de 606 milliards de francs en prix courants.

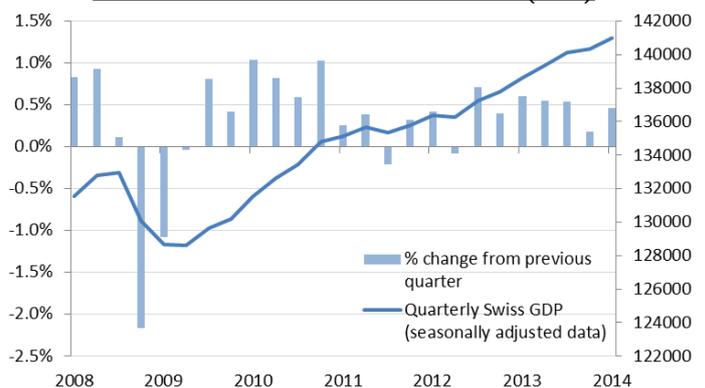
La croissance de +0.5% est similaire aux attentes, et renoue avec la performance du 3^{ème} trimestre, déjà très solide (+0.5%) par rapport à celle du 4^e trimestre (+0.2%). Un signe particulièrement encourageant dans un contexte difficile pour la zone euro. Les résultats de notre principal partenaire commercial, l'Allemagne, ne sont pas étrangers à la résistance de la croissance suisse puisque l'économie allemande enregistre une progression un peu meilleure sur la même période

(+0.8%). Les chiffres de croissance pour la zone euro sont effectivement décevants, puisqu'ils sont essentiellement soutenus par la bonne tenue de l'économie allemande, sans laquelle la croissance de la zone euro serait sans doute négative au 1^{er} trimestre.

Malgré cette conjoncture maussade en Europe et une légère appréciation du franc suisse contre le dollar et l'euro, les exportations de marchandises (hors métaux précieux, etc...) ont surpris positivement en renversant la tendance observée au 4^{ème} trimestre et en enregistrant une hausse de +2%.

Les exportations de marchandises ont en effet rebondi de +2% après avoir glissé de -1.7% au trimestre précédent. La stabilisation du franc au-dessus de 1.20 contre l'euro par la BNS n'a pas perturbé les exportations du secteur chimie/pharma ce trimestre. Les autres composantes des exportations ont aussi enregistré des progressions pour la plupart. Depuis deux ans, l'économie suisse a résisté contre toute attente à l'effondrement de l'activité de ses principaux voisins. Les économies européennes, tirées par l'Allemagne, semblent à peine montrer depuis le deuxième semestre 2013 les signes d'une croissance positive. La croissance européenne a encore déçu au 1^{er} trimestre. Mais l'amélioration attendue des conditions économiques en Europe devrait renforcer les perspectives en Suisse.

Performance de l'économie suisse (PIB)



Sources: SECO, BBGI Group S.A

La reprise de la croissance à un rythme soutenu au 1^{er} trimestre est rassurante après un 4^{ème} trimestre qui pouvait laisser planer le doute. L'économie suisse s'accommode d'un franc toujours élevé mais stable. Nous estimons donc que les exportations 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.

Nous attendons par ailleurs toujours une consommation forte dans notre pays en 2014, malgré le tassement observé au 1^{er} trimestre, ce qui soutiendra naturellement le PIB.

Ainsi, avec la reprise des exportations qui profiteront de la relance du commerce mondial, les conditions devraient être réunies pour que notre économie enregistre une poursuite de la hausse de son PIB à un rythme soutenu de +2% à +2.5% en 2014.

Le secteur des exportations avait bénéficié d'une diminution de la volatilité du franc suisse en 2013. Il devrait encore en profiter en 2014, lorsque les perspectives de croissance des Etats-Unis et de l'Europe notamment viendront supporter la hausse du dollar et de l'euro contre le franc suisse.

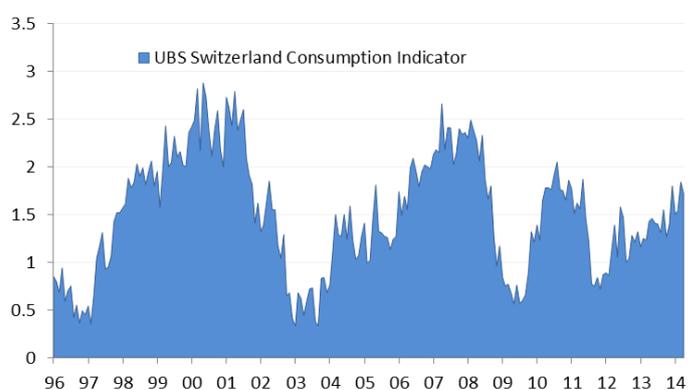
Contrairement au trimestre précédent, le PIB suisse a donc été soutenu en début 2014 par les exportations, tandis que les dépenses de consommation finale des ménages privés fléchissaient quelque peu. Les dépenses des ménages n'ont que légèrement progressé (+0.1%) après un bond de +0.7% au 4^{ème} trimestre. Les dépenses publiques et le secteur des assurances sociales ont affiché un repli de -0.8%. Les investissements en biens d'équipement ont fléchi de -1.5%, tandis que le secteur de la construction enregistrait une forte progression de +2.7% grâce à un hiver particulièrement doux dans notre pays.

Hésitation temporaire de la consommation

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 au 3^{ème} et 4^{ème} trimestres 2013 indiquent et qui est désormais 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 légèrement négative de l'emploi pourrait encore renforcer les réflexes de prudence des consommateurs.

Le taux de chômage publié à 3.2% pour le mois d'avril est en baisse. Sans attendre de nouvelles améliorations importantes, certains composants montrent une image un peu plus optimiste et laissent espérer une stabilisation proche de 3%. Un élément important, au moment où les ventes de détail ont tout de même encore très largement surpris les analystes en bondissant de +3% en mars, corrigeant de ce fait les chiffres mitigés de janvier. 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 1.84 à 1.72 entre mars et avril.

Indicateur UBS de la consommation en Suisse



Sources: UBS, Bloomberg, BBGI Group S.A

Désormais, la probabilité de voir le taux de chômage encore diminuer est faible, mais la consommation devrait pouvoir se maintenir et contribuer positivement à la croissance du PIB.

Perspectives encore favorables pour le PIB

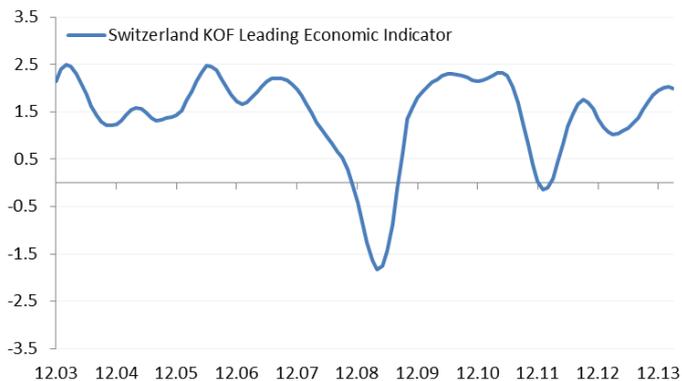
Les indicateurs avancés du KOF publiés en mai suggèrent pourtant un tassement de la dynamique conjoncturelle suisse.

Le baromètre du KOF pour le mois de mai (99.8 points) s'affiche en effet en nouvelle régression de -2 points par rapport à avril (101.8). Il enregistre son 3^{ème} recul consécutif, et se situe en-dessous de sa moyenne pluriannuelle. Le module principal d'évaluation des perspectives économiques, composé de trois mesures principales (industrie, consommation et exportations à destination de l'UE), semble indiquer aujourd'hui un risque de consolidation.

En mai, la confiance des investisseurs, mesurée par le ZEW Center for European Economic Research & Crédit Suisse, s'est stabilisée après que l'indicateur de confiance

ait tout de même glissé de 39.4 à 7 entre décembre et avril. Il se stabilise effectivement à un niveau bas.

Indicateur avancé du KOF

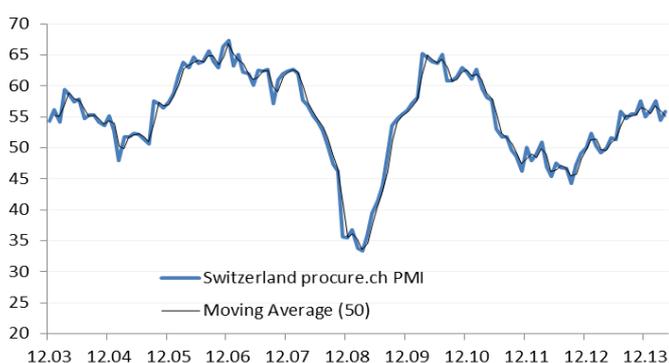


Sources: Bloomberg, KOF, BBGI Group S.A

Du côté de la production, l'indicateur avancé PMI (Directeurs d'achat) global pour le mois d'avril (58.1) présente une configuration positive en se renforçant une nouvelle fois par rapport à sa valeur de décembre (55). En particulier, le niveau des commandes nous semble toujours très bon et en nouvelle progression de 52.2 en mars à 59.8 en avril.

Le 1^{er} trimestre a marqué comme nous l'attendions une poursuite de la dynamique industrielle en Suisse, qui devrait se poursuivre sur l'ensemble de l'année.

Indicateurs avancé Swiss PMI (Directeurs d'achat)



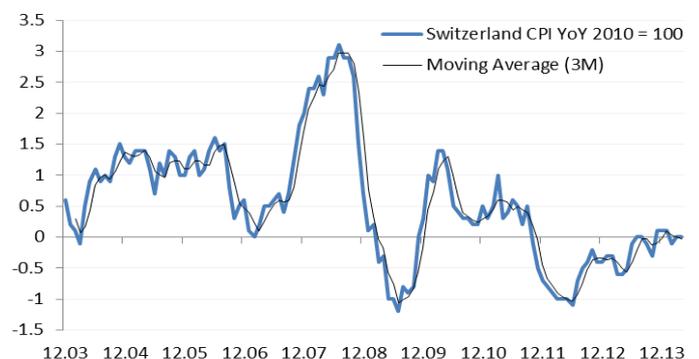
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Toujours pas de risques inflationnistes en 2014

Pas de changement dans l'indice des prix à la consommation en mai, les prix restent stables dans notre pays sur un an (+0.0%) et marquent une légère hausse de +0.1% sur le mois. Depuis quelques mois, l'indice des prix à la consommation s'est stabilisé au-dessus de zéro et ne semble pas devoir subir d'influences négatives à courte échéance. Les cours de l'énergie devraient commencer à influencer le niveau des

prix, mais c'est peut-être la composante des loyers qui poussera l'indice à la hausse, notamment par la transmission de l'augmentation des taux hypothécaires, influencée par la remontée des taux longs et par celle des marges des banques. 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 encore accéléré leur déclin de -2% sur un an au mois de mai, alors que les prix à la production baissaient parallèlement de -0.8%. La BNS ne s'attend qu'à une hausse de l'inflation de +0.2% en 2014. A l'exception des prix de la construction (+0.8% sur le trimestre), les risques sont plutôt déflationnistes en Suisse.

Indice des prix à la consommation (Suisse)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

BNS : inaction depuis septembre 2012

Les réserves de devises de la BNS progressent légèrement de 437.9 milliards de francs en mars à 438.9 milliards en mai 2014. Elles représentent aujourd'hui près de 75% du PIB annuel. Le président de la BNS considère le risque de déflation comme une justification du maintien du programme de limitation du taux de change à 1.20 contre l'euro. Au 31 décembre, la BNS détenait 48% de ses réserves en euro et 27% en dollars. La BNS indique ne pas avoir dû intervenir sur le marché des changes depuis septembre 2012.

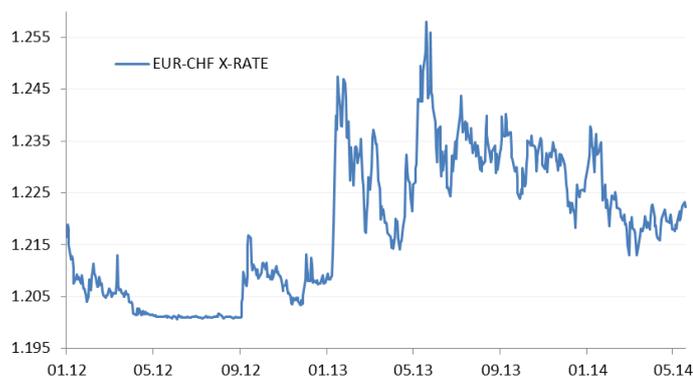
Réserves de change de la BNS



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le taux de change s'est stabilisé, mais une poursuite de l'amélioration de la situation conjoncturelle en Europe est nécessaire pour provoquer un mouvement de baisse significatif qui permettrait un rapprochement de la parité de pouvoir d'achat (PPA) estimée à 1.33.

Taux de change euro/franc suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

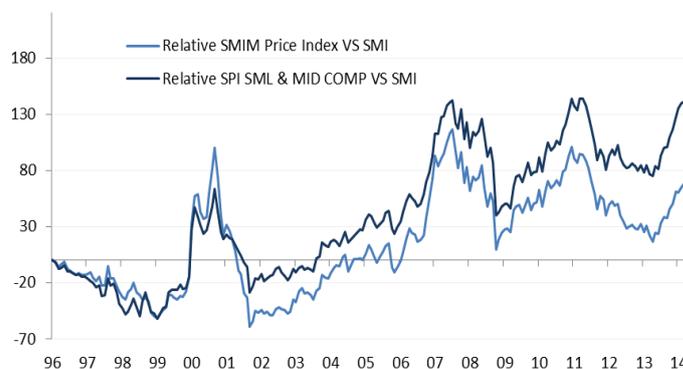
Les taux suisses seront encore pour un temps dans le sillage des taux européens

La forte demande de précaution et la fuite en-dehors de l'euro pendant la crise européenne entre 2007 et 2011, qui ont provoqué la hausse du franc de +40%, restent les raisons fondamentales ayant poussé les taux d'intérêt suisses très en-dessous du taux de croissance du PIB. 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 dans notre pays ne pourra sans doute pas se concrétiser avant que la situation conjoncturelle européenne ne s'améliore nettement. Cela dit, l'amélioration généralisée des conditions financières et économiques marque déjà depuis 2013 le début d'un nouveau paradigme et un changement de tendance pour les taux longs dans notre pays. Un retour à 2%-2.5% en 2015-2016 est désormais probable. La réduction des primes de risque aux niveaux de 2007 et la convergence des rendements des diverses classes de débiteurs suggèrent désormais des risques similaires. Réduire l'exposition globale et la durée semblent les seules stratégies permettant la réduction des risques en 2014.

Perspectives 2014 favorables aux actions suisses

Le renforcement attendu en 2014 de la conjoncture mondiale profitera à l'ensemble de l'économie suisse (estimation de PIB +2.5% en 2014) et au marché actions. Les grandes capitalisations boursières du marché suisse bénéficieront de la reprise mondiale, mais les petites et moyennes capitalisations, plus sensibles aux effets de change et aux marchés internationaux, devraient pouvoir profiter encore plus nettement de ce changement de situation. Elles devraient à nouveau présenter des **profils de croissance des bénéficiaires supérieurs en 2014 et 2015**. Ce segment de marché pourrait aussi surprendre favorablement les investisseurs en augmentant les « payout ratios » et les dividendes versés. Le rendement du dividende pourrait donc encore progresser en 2014.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

La reprise européenne et la convergence des cycles de croissance régionaux favoriseront une probable accélération de la conjoncture suisse en 2014.

Dans un contexte de normalisation des taux, les actions suisses devraient encore surperformer les obligations suisses. L'année 2014 devrait aussi marquer un retour d'intérêt des investisseurs pour les placements immobiliers cotés.

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