



## Le PIB suisse se contracte de -0.2% suite à la hausse du franc

La hausse du franc met un terme à treize trimestres de croissance. La consommation privée contribue positivement, tandis que les exportations livrent des impulsions négatives.

### Points clés

- L'économie suisse se contracte de -0.2% au 1<sup>er</sup> trimestre et progresse de +1.1% sur 12 mois
- Fin d'une séquence de 13 trimestres de croissance
- La BNS écarte un 2<sup>ème</sup> trimestre de décroissance
- La hausse de +0.5% de la consommation des ménages soutient le PIB
- La chute de l'euro est le facteur explicatif majeur
- La hausse du franc n'est que de +2.1% contre \$
- Excédent commercial suisse toujours plus important (8.1 mrds.), malgré la force du franc
- Reconstitution du différentiel de taux longs (10 ans) en faveur de l'euro à 0,55%/an
- Les indicateurs avancés se ressaisissent et pointent vers un 2<sup>ème</sup> trimestre positif
- Corrélation négative entre obligations et actions
- Perspectives encore positives pour les actions

Après avoir enregistré treize trimestres consécutifs de croissance, le produit intérieur brut helvétique glisse à nouveau en terrain négatif et réalise sa plus mauvaise performance depuis 2009.

Cette performance décevante n'est pourtant pas une surprise, la force du franc à court terme étant depuis le 15 janvier un choc dont les effets devaient clairement se matérialiser progressivement, notamment par une perte de compétitivité, une baisse des marges des entreprises exportatrices et un impact défavorable sur notre balance commerciale. La force de notre devise contre l'euro est ainsi la variable explicative déterminante de ce déclin.

L'appréciation du franc contre un ensemble de devises (dollar US, dollar canadien, euro, livre sterling et yen), telle que mesurée par un indice « trade-weighted », était de +22% le 15 janvier, mais elle s'est ensuite érodée pour se stabiliser à +13% à ce jour.

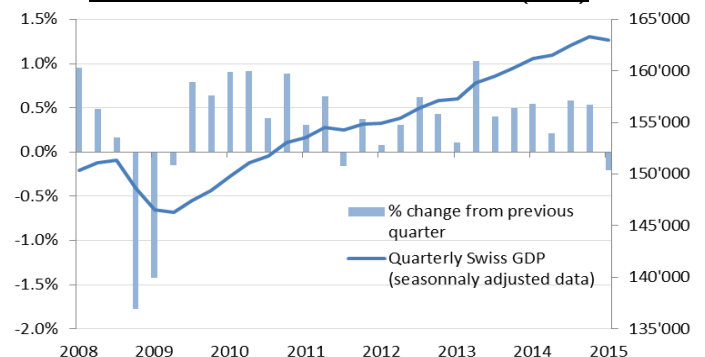
**L'économie suisse subit le choc de la hausse du franc et se contracte de -0.2% au 1<sup>er</sup> trimestre ; la hausse sur un an est de +1.1%**

Il fallait s'y attendre après l'abandon du taux plancher, l'appréciation brutale de notre devise ne pouvait pas être sans conséquences sur la croissance de notre économie.

La publication ce jour par le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) des derniers chiffres de croissance dans notre pays indique que le PIB de l'économie suisse s'est ainsi contracté de -0.2% en termes réels au 1<sup>er</sup> trimestre 2015 par rapport au 4<sup>ème</sup> trimestre 2014.

Ce résultat contraste évidemment avec ceux obtenus en 2014 et met un frein temporaire à la dynamique qui caractérisait l'économie suisse dans un climat européen alors parfaitement atone.

Performance de l'économie suisse (PIB)



Sources: SECO, BBGI Group SA

Sans être une source de réconfort, l'économie américaine a également souffert d'un phénomène similaire au cours du 1<sup>er</sup> trimestre. Le PIB américain annualisé publié ce jour montre en effet aussi une contraction cependant encore

plus nette de l'économie américaine suite à la hausse de +25% du « trade-weighted dollar ».

**S'il n'est pas exclu que le prochain trimestre soit à nouveau négatif, poussant alors l'économie suisse en récession, le président de la BNS, Thomas Jordan, estime toutefois que la croissance de notre économie devrait être de +1% en 2015. Les autorités monétaires de la Suisse ne semblent donc pas inquiètes et estiment ainsi peu probable de voir un deuxième trimestre de contraction économique en Suisse.**

**La BNS considère sans doute que la consommation, moteur principal de la croissance dans notre pays, n'est pas en danger. Le FMI a pourtant abaissé ses perspectives de croissance à +0.75% pour la Suisse.**

### **Le PIB reste soutenu par la consommation des ménages au 1<sup>er</sup> trimestre 2015**

**La consommation privée et les dépenses des ménages ont progressé de +0.5% et restent particulièrement bien orientées dans notre pays au 1<sup>er</sup> trimestre, en enregistrant même une certaine accélération par rapport à la croissance du trimestre précédent (+0.3%). Les segments énergie, santé et logement ont été les plus forts contributeurs.**

Du côté des **investissements**, l'amélioration observée dans le segment des biens d'équipement s'est encore poursuivie ce trimestre, comme en témoigne la nouvelle progression des dépenses de +0.5%, soutenue par le segment informatique notamment. Du côté de la **construction**, après une contraction de -1.4% au trimestre précédent, le secteur retrouve une progression de +0.3%.

Les **exportations de marchandises** (sans or non monétaire, objets de valeurs et commerce de transit), déjà en recul de -1% au 4<sup>ème</sup> trimestre, subissaient une nouvelle contraction de -2.3% en ce début d'année. Les grands secteurs exportateurs comme la chimie et la pharmacie ont contribué à cette baisse, mais le segment des machines, très affecté par la problématique du taux de change, a aussi participé à ce mauvais résultat. Si l'horlogerie et la bijouterie ont aussi enregistré des résultats négatifs, la défense des marges dans ces secteurs semble envisageable avec un peu plus d'optimisme.

Cette contreperformance des exportations a été enregistrée dans un contexte de baisse limitée du dollar contre le franc suisse. En effet, la devise américaine, qui s'était raffermie contre le franc en 2014 pour finir

l'année proche de la parité (0.9944), n'a finalement terminé le trimestre qu'en en très légère correction de -2.1% à 0.9726, malgré une très forte volatilité le 15 janvier.

**L'abandon du taux plancher n'a donc pas eu d'effet majeur au-delà de l'effet de surprise des jours suivants sur les principales devises.**

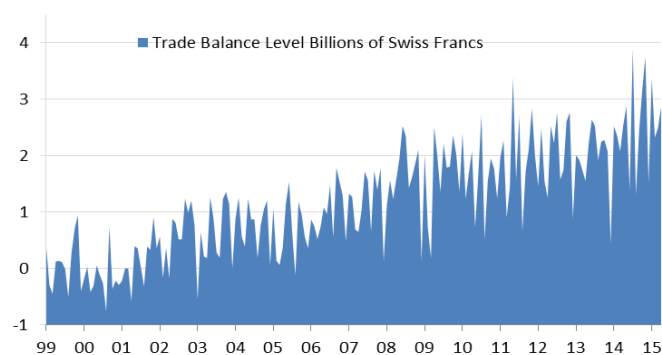
**C'est en effet avant tout l'impact sur l'euro qui reste aujourd'hui la conséquence la plus significative de la décision de la BNS.**

Car si dans le cas des autres devises on a pu assister à un retour finalement assez rapide aux niveaux de taux de change observés au 4<sup>ème</sup> trimestre 2014, le cas de l'euro s'inscrit dans une autre logique. Après la forte volatilité du 15 janvier, le taux de change de l'euro contre franc suisse s'est en fait stabilisé entre 1.03 et 1.06.

Dans ce contexte de force du franc du début d'année, il est tout à fait compréhensible que les importations suisses de marchandises aient progressé de +0.4% selon le SECO. Cette progression nous semble toutefois limitée au vu des développements enregistrés par les importations de services, en hausse de +7.5%.

**Enfin, les premiers effets sur la balance commerciale suisse paraissent relativement limités ce trimestre. Le solde commercial positif de 7.69 milliards au 3<sup>ème</sup> trimestre, qui avait bondi à 8.51 milliards au 4<sup>ème</sup> trimestre, se stabilise à 8.179 milliards au 1<sup>er</sup> trimestre. Au mois d'avril, notre excédent commercial (+2.856 mrd) enregistre une nouvelle progression par rapport aux résultats de mars (2.497 mrd) et février (2.432 mrd).**

### **Balance commerciale de la Suisse**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**La décision d'abandon du taux plancher de la BNS, à priori négative pour le résultat de notre commerce extérieur en 2015, ne semble donc pas encore avoir développé les effets craints, alors que le solde du trimestre demeure toujours particulièrement élevé.**

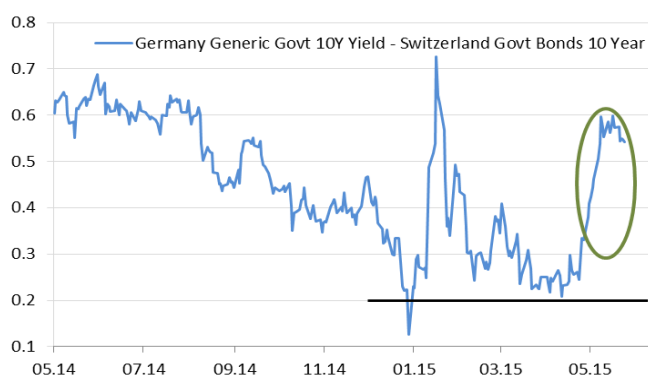
## Stabilisation du franc en 2015 sous l'impulsion des taux négatifs

La politique de taux d'intérêt négatifs en Suisse a permis de reconstituer un différentiel de taux d'intérêt en défaveur du franc suisse. Les derniers commentaires du président de la BNS laissent la porte ouverte à de nouvelles réductions de taux d'intérêt négatif, mais celles-ci semblent clairement plus liées à la situation économique extérieure à la Suisse qu'à une problématique domestique. Le président de la BNS estime ainsi que les taux aux Etats-Unis et en Europe sont à leur plus bas niveau. Il considère par ailleurs plus probable qu'une prochaine remontée des taux dans ces zones économiques permette un élargissement du différentiel de rendement en défaveur du franc. Aux niveaux actuels, le franc reste surévalué selon la BNS.

**La BNS ne devrait donc pas modifier rapidement ses taux d'intérêt et conservera sans doute le taux de -0.75% pendant quelques mois afin d'évaluer les effets de cette stratégie. Pour l'heure, après un premier choc, le taux de change contre euro s'est stabilisé.**

Les récents rebonds sur les marchés de taux en Europe notamment ont également renforcé le différentiel de taux d'intérêt à long terme en faveur de l'euro. L'écart de rendement avait progressivement glissé de 0.6% en juin 2014 en faveur de l'euro à moins de 0.2% dans les premiers jours de janvier 2015. La décision d'abandonner le taux plancher avait rapidement reconstitué une prime de risque pour l'euro, mais la chute des rendements du Bund allemand jusqu'en avril en-dessous de 0.1% avait ensuite annulé les effets escomptés par la BNS.

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

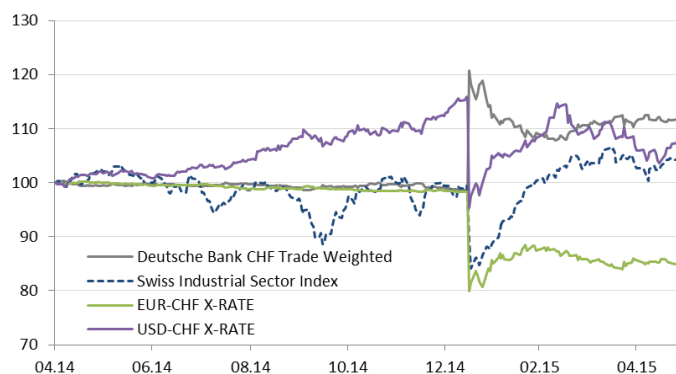


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Désormais, le différentiel s'est reconstitué en faveur de l'euro et se situe à environ 55 points de base, ce qui correspond au niveau observé il y a environ un an, soit avant la chute de la devise européenne.**

**Le taux de change CHF/USD pourrait ainsi se rapprocher de la parité, alors que l'appréciation de l'euro sera certainement conditionnée à une amélioration durable des perspectives européennes. La conjonction de facteurs favorables à la reprise en 2015 est pourtant de plus en plus élevée.**

### Taux de change contre Franc suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Les indicateurs avancés se ressaisissent**

Le climat de consommation, mesuré par différents sondages, met toujours en évidence une hésitation dans la confiance des ménages suisses. La dernière enquête de la BNS d'avril 2015 semble cependant indiquer une stabilité par rapport à celle réalisée en janvier. La capacité d'épargne et le budget des ménages ne varient que marginalement, mais la période actuelle est toutefois considérée comme plus favorable pour réaliser des acquisitions importantes. La confiance des ménages semble donc se dégrader à la marge, mais 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** avait chuté à 89.8 en avril ; il rebondit toutefois en mai à 93.1 et indique toujours une progression du PIB inférieure à la moyenne pour les mois à venir. L'amélioration du mois de mai est attribuable aux bons résultats du secteur industriel et aux indicateurs concernant les attentes en matière de carnets de commandes, qui se sont améliorés.

L'indicateur des directeurs d'achat, l'indice **PMI** de mai (49.4) publié ce jour pour la Suisse, s'est également repris et progresse pour le troisième mois consécutif. Il se situe cependant toujours en-dessous du niveau indiquant le seuil de croissance (50) mais s'en rapproche très sensiblement.

**La probabilité de retournement de tendance des indicateurs avancés et de la conjoncture pour les prochains mois est désormais selon nous plus forte.**

## Les actions profitent du repositionnement des investisseurs en-dehors des obligations à rendement négatif

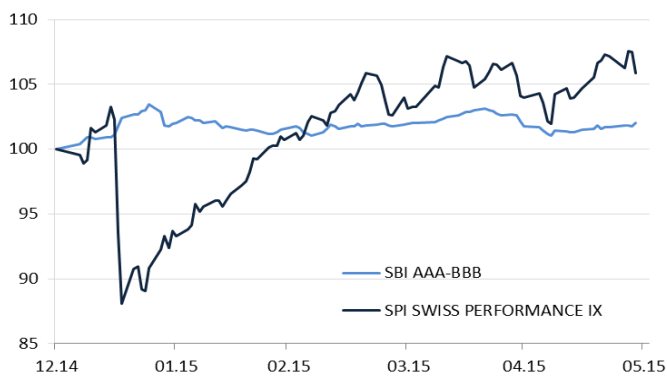
Le premier choc passé après l'annonce de la BNS de l'abandon du taux plancher, le marché obligataire - qui avait profité de gains en capitaux exceptionnels - s'est effrité et a progressivement corrigé cette situation exceptionnelle, conséquence de l'introduction de taux d'intérêts négatifs sur presque toute la courbe de taux. Après avoir chuté de 80 à 120 points de base, les perspectives - désormais certaines - de pertes de valeur à l'échéance sur ces obligations, ont poussé les investisseurs à prendre des profits et à augmenter leurs allocations dans d'autres classes d'actifs.

**La corrélation positive à long terme existant entre les obligations et les actions a disparu à court terme le 15 janvier en raison des perspectives très négatives sur les taux de change et de leurs effets attendus sur les résultats des sociétés suisses.**

**Elle s'est désormais mutée en corrélation négative. Une nouvelle tendance qui pourrait bien durer.**

Le 15 janvier, le marché action plongeait de -15% alors que le marché obligataire progressait de +2%. Depuis cette période, la performance du segment obligataire s'est réduite, tandis que celle du segment actions se renforçait pour redevenir positive et s'établir à +3.5%.

### Décorrélation entre actions et obligations suisses



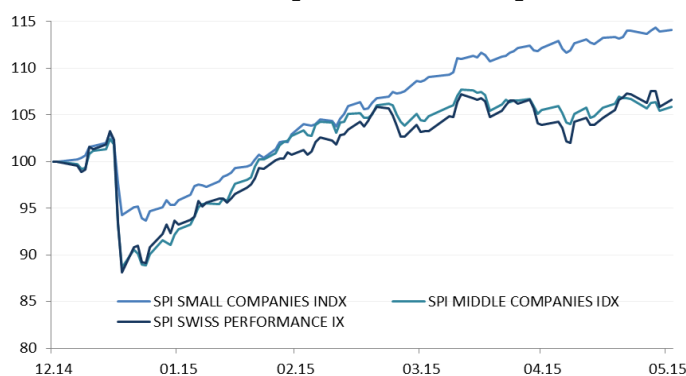
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

A la suite de l'intervention de la BNS et de la chute du SPI à 7'800 points, nous mentionnions que le marché suisse se relèverait rapidement de cette chute en revenant sur ses sommets précédents, au-delà de 9'000 points.

C'est aujourd'hui à nouveau le cas et la nouvelle valorisation du marché à 19x les bénéfiques nous semble à nouveau justifier une prochaine perte de « momentum ».

Les plus petites valeurs profitent également du retour des investisseurs sur le marché des actions, mais le point essentiel pour les marchés actions réside désormais dans le changement de tendance probable des taux longs. En Suisse, la prochaine hausse des taux reste à notre avis subordonnée à un premier mouvement sur les taux de change et à une hausse de l'euro en particulier.

### Actions suisses : les petites valeurs surperforment



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Conclusion

**La politique de taux négatifs de la BNS devrait permettre au franc de s'affaiblir en 2015 en raison de la reconstitution probable du différentiel de taux d'intérêt favorable à l'euro et au dollar.**

**Les marchés obligataires en francs suisses s'effritent et le rebond récent des taux longs constitue certainement un renversement de tendance durable.**

**La corrélation souvent positive pourrait désormais perdre de son intensité.**

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