

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

7 septembre 2015

Perspectives positives pour l'économie et les actions suisses

Le PIB suisse avance de +0.2% au 2^{ème} trimestre. La consommation soutient la croissance. L'affaiblissement du franc se matérialise. La valorisation des actions suisses est raisonnable.

Points clés

- Le PIB suisse avance de +0.2% au 2^{ème} trimestre et de +1.2% sur un an
- La consommation et l'investissement 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 2^{ème} trimestre
- Affaiblissement toujours plus probable du franc
- Différentiel de taux à nouveau en faveur de l'euro
- Indicateurs avancés désormais plus optimistes
- 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
- La prime de risque des « mid caps » est attrayante
- Perspectives encore positives pour les actions

L'économie suisse surprend en progressant de +0.2% au 2^{ème} trimestre

La très grande majorité des économistes prévoyait en effet une entrée en récession de l'économie suisse au 2^{ème} trimestre et ont été surpris par la performance enregistrée par notre économie. Finalement, le PIB a légèrement progressé contre toute attente et a permis d'éviter ainsi deux trimestres consécutifs de croissance négative.

Pour notre part, nous attendions une légère croissance, essentiellement soutenue par la résistance de la consommation des ménages et ne sommes donc pas surpris de ce résultat.

La publication ce jour par le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) des derniers chiffres de croissance dans notre pays indique ainsi que le PIB de l'économie suisse a donc avancé de +0.2% en

termes réels au 2^{ème} trimestre 2015 et de +1.2% par rapport au 2^{ème} trimestre de l'année précédente.

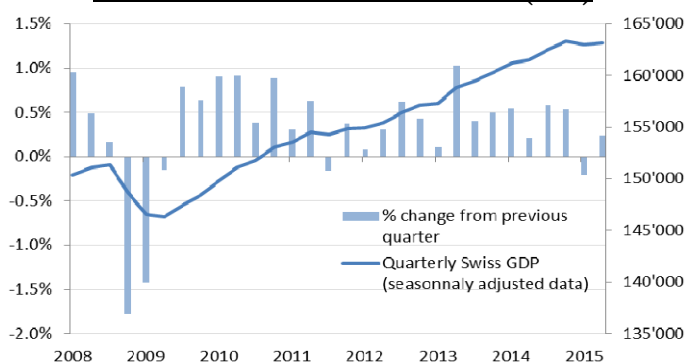
Six mois après l'abandon du taux plancher par la BNS et l'introduction d'une nouvelle politique monétaire de taux d'intérêt négatifs, l'économie suisse montre une résistance qui surprend bon nombre d'observateurs.

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.

Ce résultat démontre à nouveau la résilience de notre économie et sa capacité à absorber des chocs importants.

Au cours des dernières années, l'économie suisse résistait déjà à la faiblesse conjoncturelle prolongée de tous ses partenaires économiques voisins. En 2015, elle montre à nouveau, après quelques mois seulement, une résistance à la plus forte appréciation du franc suisse en quelques heures à laquelle elle n'a jamais dû faire face dans son histoire.

Performance de l'économie suisse (PIB)



Sources: SECO, BBGI Group S.A

Depuis plus de 40 ans, le franc suisse s'apprécie régulièrement contre la plupart des devises et en particulier contre le dollar américain. A chaque période d'appréciation, les doutes refont surfaces et on s'interroge à juste titre sur la pérennité de la compétitivité de notre économie. Les risques de pertes de parts de marchés provoqués par la hausse du taux de change sur notre secteur exportateur sont naturellement bien réels. On devrait donc certainement assister à une intensification des pressions et à une perte de compétitivité des sociétés suisses actives dans certains secteurs traditionnellement concernés par une forte concurrence internationale, comme le segment des machines par exemple. Cependant, 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.

Le résultat du 2^{ème} trimestre est pourtant encourageant et laisse encore espérer une seconde partie d'année meilleure pour notre économie, lorsque celle-ci profitera d'une nouvelle dynamique économique internationale plus affirmée.

Le PIB reste soutenu par la consommation des ménages au 1^{er} trimestre 2015

La consommation privée et les dépenses des ménages résistent au choc psychologique infligé par l'abandon de la stratégie du taux plancher et la hausse fulgurante du franc. Elles progressent à nouveau de +0.3% et restent ainsi bien orientées à long terme. Les dépenses de consommation publiques des administrations ont aussi progressé de +0.2% et soutiennent également la tendance.

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 +1.5%, en nette accélération par rapport à la croissance de +0.5% du trimestre précédent. Du côté de la **construction**, la baisse des taux d'intérêt contribue à une nouvelle légère progression de +0.1%.

Les **exportations de marchandises** (sans or non monétaire, objets de valeurs et commerce de transit), en recul de -1% au 4^{ème} trimestre et de -2.3% au 1^{er} trimestre, sont un peu étonnamment en hausse de +0.5% au 2^{ème} trimestre. L'horlogerie, la bijouterie et la chimie-pharma ont eu des contributions positives.

Cette légère progression des exportations a été enregistrée dans un contexte de stabilisation de l'euro

au-dessus de 1.04 et d'une 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), glissait de -4% au 2^{ème} trimestre de 0.97 à 0.93, après avoir déjà baissé de -2% au cours du 1^{er} trimestre.

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 la principale conséquence de la décision de la BNS.

Dans ce contexte, la chute des importations suisses de marchandises de -3.6% est plutôt surprenante et fait suite à une progression de +0.4% à la fin mars selon le SECO et contribue aux bons résultats de notre balance commerciale.

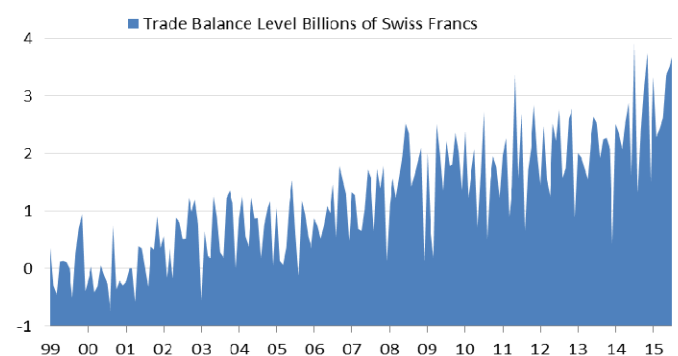
Commerce extérieur suisse toujours en hausse

Six mois après l'appréciation record du franc suisse, les résultats du commerce extérieur suisse sont à nouveau au beau fixe.

Le solde commercial positif record du 4^{ème} trimestre 2014 (8.51mrds) s'est à nouveau accru après une stabilisation de courte durée au 1^{er} trimestre (8.17mrds) et atteint désormais un plus haut en juin de 9.4mrds.

Au mois de juillet, notre excédent commercial (+3.74mrds) s'approche à nouveau des meilleurs résultats mensuels réalisés en juillet 2014 (3.89 mrds) et novembre 2014 (3.75 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 commencent à s'affirmer, celle de l'économie

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

Affaiblissement du franc toujours plus probable dans les prochains mois

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 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 vers la parité.

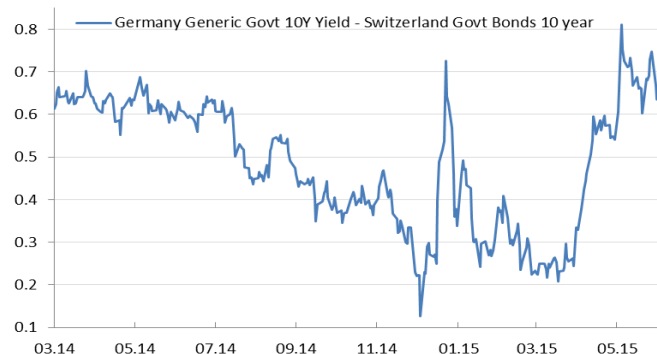
Ces prévisions nous semblent aujourd'hui de plus en plus probables suite à la publication de données montrant une accélération du PIB au 2^{ème} trimestre à +3.7% aux Etats-Unis et une révision à +1.5% de la croissance de la zone euro sur un an.

Le changement récent de perspectives pour la zone euro a 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 récemment atténuée, mais avec un rendement de 0.676%, le différentiel s'est tout de même encore accru avec les taux longs suisses. Ces derniers sont à nouveau repassés en territoire négatif en juillet et se situent désormais à -0.132% (Confédération 10 ans).

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 80.7 points de base à ce jour.

Du point bas enregistré à -0.26 dans les jours qui ont suivi le 15 janvier, ce différentiel est désormais clairement en faveur de l'euro et retrouve son niveau moyen de 2012-2013.

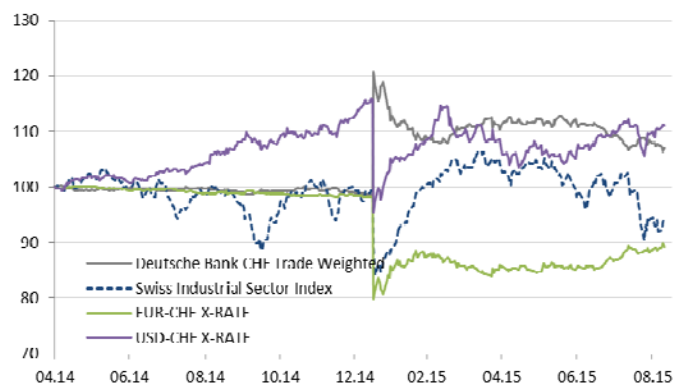
Différentiel de taux longs (gov. 10 ans) Euro-Chf



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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

Taux de change contre Franc suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Indicateurs avancés plus optimistes

Le climat de consommation semble s'améliorer en Suisse à l'image des indicateurs ZEW du CS en hausse de -5.5 à +5.9 en août et de celui de l'UBS, en légère progression de 1.61 en juin à 1.64 en juillet. Les ventes de détail ne confirment pas encore de changement notable dans le comportement des ménages, même si celles-ci baissent un peu moins en juin (-0.9%) qu'en mai (-1%) sur un an. 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** poursuit sa progression en août à 100.7, en légère hausse de +0.3%, et se situe à nouveau au-dessus de sa moyenne pluriannuelle. Les améliorations constatées concernent les secteurs de la métallurgie, de la construction mécanique, du textile et des industries spécialisées. L'indicateur des directeurs d'achat, l'indice **PMI** repasse au-dessus du seuil de croissance de 50 en août (52.2) et se situe désormais à son plus haut niveau depuis le 15 janvier. C'est notamment le segment production (+7 points) qui enregistre une accélération, alors que les carnets de commandes gagnent aussi 3.9 points. Les entreprises profitent de la baisse des prix des matières premières pour réaliser leurs achats.

Nous attendions ce retournement de tendance des indicateurs avancés et de la conjoncture, désormais il nous semble que la tendance devrait même se renforcer au cours des prochains trimestres.

Les actions suisses face à la hausse du franc

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.

Force est de constater aujourd'hui, qu'après neuf mois d'activité les sociétés cotées suisses ne semblent pas souffrir autant de l'effet devises que ne le laissait entrevoir la correction de janvier.

Même après la volatilité récente provoquée par les incertitudes concernant la croissance chinoise, le marché suisse des actions se situe à nouveau au-dessus de 9'000 points sur l'indice SPI (niveau du 14 janvier). Les résultats du 1^{er} semestre publiés ces dernières semaines étaient en général en ligne ou un peu meilleurs qu'escompté, les entreprises suisses ayant été relativement promptes à chercher des solutions, pour l'essentiel obtenues par des réductions de coûts. Le rapide rebond du dollar, puis ensuite l'appréciation de l'euro, ont ensemble également contribué à la réduction des pressions initiales sur les marges et les résultats.

De ce fait, les actions suisses pourraient bien surprendre favorablement les analystes en 2015 en enregistrant une croissance des profits supérieure aux attentes. La croissance attendue de +7% pour 2016 pour les valeurs du SMI ne nous semble par ailleurs pas excessive dans le contexte de stabilisation du risque de change et de relance conjoncturelle, tant aux Etats-Unis qu'en Europe.

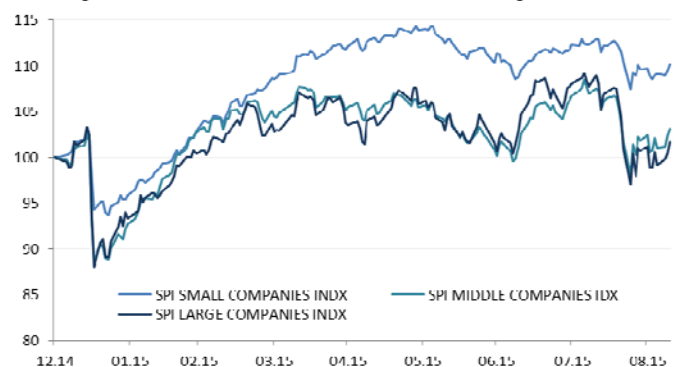
Ainsi, la valorisation actuelle des actions suisses à 18x les bénéfices en cours est en-dessous des valorisations récentes et à 16x les bénéfices 2016, elle semble raisonnable en comparaison historique.

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. En général, celle-ci était comprise entre 95% et 125%, elle n'est aujourd'hui, plus que de 5%. La performance relative des petites valeurs suisses a été exemplaire au cours de cette année et plus particulièrement lors de la montée récente des incertitudes liées à la croissance chinoise. Nous estimons que cette surperformance pourrait se maintenir dans les prochains mois.

Mais nous privilégions désormais le segment des « mid cap », qui devrait bénéficier de plusieurs avantages relatifs dans la perspective d'une reprise européenne.

La croissance des bénéfices de ce segment devrait être supérieure à celle du SMI en 2015 et 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 S.A

Conclusion

Le PIB suisse avance de +0.2% au 2^{ème} trimestre et de +1.5% sur un an. L'économie suisse a résisté au choc de la hausse du franc et montre une bonne capacité de réaction. Elle bénéficiera désormais d'une meilleure dynamique en Europe.

L'affaiblissement du franc se matérialise plus nettement contre l'euro.

La valorisation des actions suisses est raisonnable à 16x les bénéfices 2016.

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