

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

5 décembre 2016

Le PIB suisse au point mort au T3 avance de +1.3% sur un an

Stagnation surprise au T3. Faiblesse attendue du franc suisse. Indicateurs avancés solides. Accélération du PIB au T4. La bulle obligataire se dégonfle. Où sont les opportunités ?

Points clés

- Nouvelle surprise au 3^{ème} trimestre 2016 : le PIB suisse stagne contre toute attente
- Relative faiblesse de la consommation
- Contraction des dépenses publiques
- Contribution positive de la construction et des investissements en biens d'équipement
- Légère hausse globale de la demande intérieure
- La croissance du PIB est retenue par un commerce extérieur moins performant
- La balance commerciale des marchandises franchit le cap des 10 milliards en septembre
- Le franc suisse profitera de l'amélioration du climat de confiance international
- Indicateurs avancés de plus en plus solides
- La bulle obligataire se dégonfle enfin
- Où sont les opportunités ?

Nouvelle surprise au 3^{ème} trimestre 2016 : le PIB suisse stagne contre toute attente

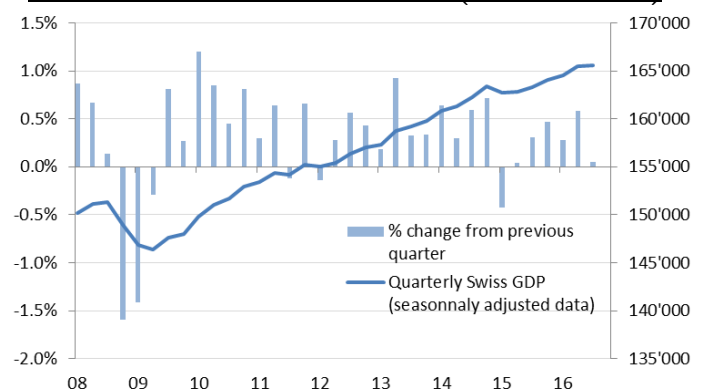
Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié le 2 décembre les derniers chiffres de croissance dans notre pays. Le PIB de l'économie suisse affiche une stagnation surprenante (+0.0%) au 3^{ème} trimestre après une accélération pourtant prometteuse au second trimestre (+0.6%).

Ce tassement conjoncturel a surpris la plupart des analystes qui s'attendaient au contraire à une progression de +0.3%. Sur un an, la hausse reste appréciable puisqu'elle se maintient à +1.3%. Nos perspectives pour l'année 2016 affichées à +1.6% seront particulièrement dépendantes du dernier trimestre, qui devra progresser plus nettement qu'initialement escompté pour atteindre le rythme de croissance annuel espéré. Mais un 4^{ème} trimestre plus dynamique reste tout à fait possible.

Nous attendons une deuxième partie de l'année plus dynamique pour l'économie suisse caractérisée par une consommation des ménages plutôt soutenue, une contribution positive des dépenses publiques et une reprise des exportations. Il semble au contraire que la consommation soit restée relativement stable comme le suggère la très légère progression de +0.1% des dépenses des ménages, malgré un taux de chômage toujours très bas. Les dépenses publiques, relativement dynamiques au 2^{ème} trimestre ont fléchi de -0.1% au 3^{ème} trimestre. La construction a de son côté retrouvé une certaine force et apporte une contribution positive au PIB grâce à une croissance de +0.5%. Constatation similaire pour le segment des investissements en biens d'équipement qui progresse aussi de +0.5%.

La demande intérieure a donc globalement été positive. C'est du côté de nos échanges extérieurs que proviennent les résultats plutôt décevants, en raison tout d'abord d'une baisse de -0.2% des exportations de marchandises, essentiellement liée aux difficultés des secteurs horlogers, bijoutier et instruments de précision, alors que le secteur chimie/pharmacie continuait sa progression. Les exportations de services étaient finalement plus touchées et reculaient de -0.8%.

Performance de l'économie suisse (PIB mio. CHF)



Sources: SECO, BBGI Group SA

Le PIB réel suisse a donc été soutenu au 3^{ème} trimestre par des secteurs domestiques et pénalisé par l'évolution négative des exportations. In fine, la balance commerciale des biens et services a contribué défavorablement à l'évolution du PIB du 3^{ème} trimestre.

Les dépenses des ménages, qui avaient nettement contribué à la hausse du PIB ces derniers trimestres, marquent le pas en restant stables (+0.1%). Les dépenses publiques ont à nouveau fléchi après une embellie de +1.7% entre mars et juin. Le dernier trimestre marquait ainsi la première contraction des dépenses publiques depuis le début de l'année 2014. L'économie suisse résiste toujours à l'appréciation du franc et au changement de politique monétaire majeur intervenu en 2015, mais elle peine tout de même à relancer nettement sa dynamique dans un environnement européen toujours relativement atone et un taux de change euro/franc suisse toujours élevé (1.0850). Presque deux ans après le choc monétaire du 15 janvier 2015, l'économie suisse semble toujours en passe de surmonter les difficultés occasionnées par cet événement sans précédent. Mais quelques facteurs spécifiques comme l'absence de contribution positive du secteur de la santé ce trimestre, les difficultés du secteur horloger ou la relative faiblesse de la demande des économies nationales directement liées à l'économie suisse, sont autant de facteurs qui ont pu freiner la progression de notre PIB. Pourtant, les exportations du secteur santé ont été bonnes et le secteur manufacturier ou le tourisme, qui devraient souffrir du franc fort, se sont avérés relativement résistants.

La croissance du PIB est retenue par un commerce extérieur moins performant

La consommation privée et les dépenses des ménages ont plutôt stagné, mais nous estimons que cette pause devrait être temporaire, car la confiance des ménages nous semble plutôt devoir profiter de l'amélioration du climat économique en Suisse et à l'étranger. Les dépenses de consommation des administrations publiques restent volatiles et surprennent négativement à nouveau après un 2^{ème} trimestre pourtant très nettement en reprise. Globalement la demande intérieure n'a donc crû que de +0.1% au 3^{ème} trimestre, dans la lignée de la performance du 2^{ème} trimestre (+0.1%). La demande domestique progressait de 145.33 à 145.54 milliards de francs en juin pour s'établir à 145.75 milliards en septembre. A l'international, on observe toutefois que les exportations en hausse de +7% en juin, n'avancent plus que de +1.2% en septembre, alors que les importations glissent toujours de -1.3% par trimestre.

Le commerce extérieur a donc été un peu moins performant et n'a pas permis de compenser la faiblesse de la demande intérieure au 3^{ème} trimestre.

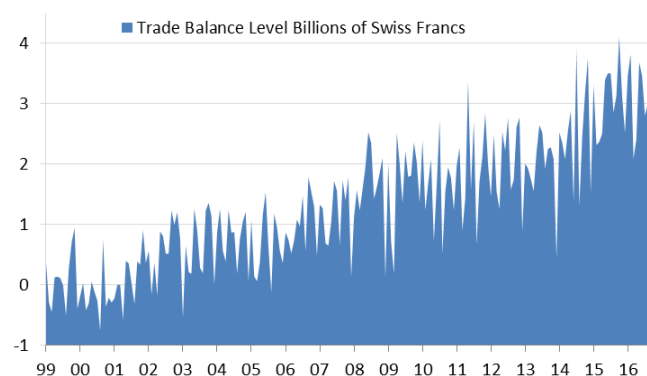
La balance commerciale (marchandises) franchit le cap de 10 milliards en septembre

Les exportations de marchandises se portent pourtant bien et permettent de dégager un excédent sans précédent en septembre.

La balance commerciale (hors services) enregistre ainsi un excédent de 10.1 milliards, en progression par rapport au trimestre précédent (9.7 milliards). En septembre, la balance commerciale helvétique a enregistré un résultat historique de +4.32 milliards de francs.

On constate en octobre un fléchissement à 2.67 milliards après le résultat extraordinaire de septembre. La chute de -4.7% sur un mois et de -15.9% sur un an à 1.58 milliards de francs des exportations horlogères témoigne de ce mouvement.

Balance commerciale de la Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le contexte macro-économique du début d'année avait été perturbé par divers facteurs ayant conduit à un renversement temporaire des perspectives. Dans notre analyse hebdomadaire du 15 février 2016 nous évoquions les raisons pour lesquelles ces facteurs ne nous semblaient pas pertinents. Les élections américaines ont penché en faveur de nouvelles politiques républicaines qui pourraient être très favorables à la croissance en 2017. Alors que les perspectives s'améliorent aussi en Europe, nous pensons que le contexte économique international sera favorable au commerce extérieur de la Suisse, alors même que la force du franc devrait aussi perdre de son intensité. L'avènement de politiques budgétaires expansives aux Etats-Unis devrait, malgré quelques risques de nouveaux réflexes protectionnistes, supporter les attentes de croissance, d'inflation et de hausse de taux. Dans ce contexte, nous estimons que le dollar devrait s'apprécier contre le franc et entraîner une hausse plus

modérée de l'euro contre notre devise nationale. Ces tendances seront encore favorables au PIB suisse.

Le franc suisse profitera de l'amélioration du climat de confiance international

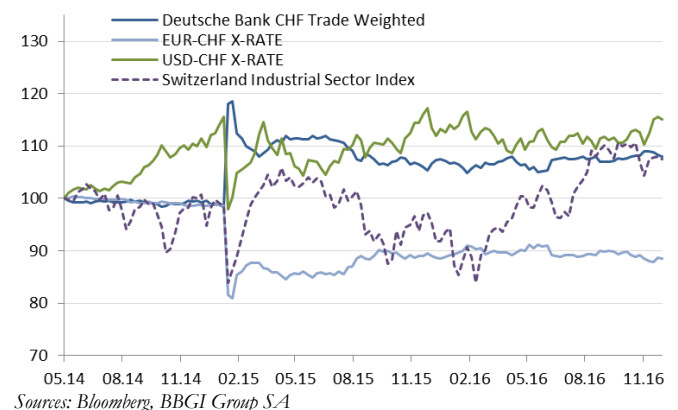
Passée la stupeur de l'élection de Donald Trump, les marchés financiers ont finalement bien réagi et relativement rapidement considéré que le futur président américain ne mettrait certainement pas en œuvre le programme défendu pendant la campagne présidentielle sous la forme annoncée. En tout cas pas sans une relecture et sans les retouches indispensables, qui ne manqueront pas d'y être apportées par un entourage de politiciens républicains et d'une équipe gouvernementale qui sera certainement plus aguerrie que prévu, aux vues des premières indications données sur les membres de son futur gouvernement. L'incertitude, que l'on prédisait extrême en cas d'élection du candidat républicain, est finalement plutôt en phase de baisse depuis quelques semaines. Il en va d'ailleurs de même en Europe avec le vote négatif des italiens au référendum de Matteo Renzi sans autre effet sur les marchés européens, des élections autrichiennes, qui ont permis d'éviter un retour de l'extrême droite au pouvoir, comme du Brexit d'ailleurs, dont la feuille de route semble de plus en plus imprécise depuis que la Haute Cour de Londres a annoncé que seul le parlement était compétent pour décider d'activer un retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne. L'incertitude baisse donc alors que les perspectives de reprise conjoncturelle mondiale se renforcent notamment grâce aux annonces de relance budgétaire aux Etats-Unis.

Une amélioration du climat économique mondial devrait selon nous réduire la demande de francs suisses.

Par ailleurs, la BNS espère toujours sans doute que les investissements suisses à l'étranger seront dynamisés par le différentiel de taux plus favorable en dollar ou en euro. Pour l'instant, le différentiel de taux euro/franc reste stable à environ 0.5% et sans effet majeur sur le taux de change. Nous estimons toutefois désormais plus probable de voir les taux se normaliser plus rapidement en zone euro qu'en Suisse et favoriser ainsi la devise européenne. Au Royaume-Uni, la livre sterling s'est stabilisée et profite de la nouvelle situation provoquée par la Haute Cour de Londres. Elle s'est appréciée depuis la fin octobre de près de +8% contre le franc. En Asie, le yen a entamé une phase de correction attendue et s'est ainsi déprécié de près de -8% contre le franc pendant la même période. En ce qui concerne le dollar, la hausse est moins nette, mais elle reste appréciable en s'affichant à un peu plus de +2% en novembre.

Nos prévisions sur les taux de change sont donc toujours d'actualité. Pour l'instant, la dynamique économique aux Etats-Unis comme en Europe manque encore un peu de force pour relancer de nouvelles progressions de leurs devises, mais nous estimons toujours probable de voir une nouvelle tendance à l'affaiblissement du franc suisse se mettre en place après la phase de stabilisation observée depuis plusieurs mois. Celle-ci devrait porter le dollar au-dessus de 1.05 et l'euro au-delà de 1.10. Les réserves de devises de la BNS ont tout de même encore très légèrement progressé dans ce contexte et s'établissent à 630 milliards en octobre, soit seulement 2.3 milliards de plus qu'en septembre.

Taux de change contre franc suisse



Indicateurs avancés de plus en plus solides

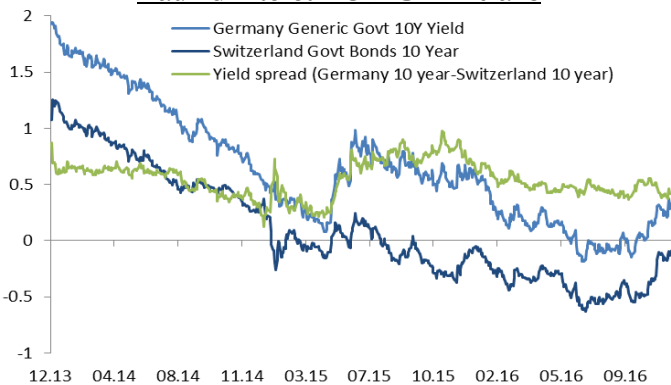
Les derniers indicateurs avancés publiés continuent de pointer vers un net renforcement de l'activité en Suisse. L'indicateur PMI manufacturier avance encore nettement depuis son niveau d'octobre (54.7) pour atteindre 56.6, soit le niveau le plus élevé depuis novembre 2013. A l'exception de courtes périodes, le PMI a rarement atteint de tels niveaux, correspondant à des phases de boom économique dans l'industrie. Plus encourageant encore, l'indicateur avancé des nouvelles commandes bondit de 55.6 à 59.2 et suggère un très net renforcement de l'activité future. La plupart des sous-segments pointent également vers un renforcement de la croissance en Suisse pour la fin de l'année et le début 2017. L'indicateur PMI des services complète également le tableau en propulsant l'indice à 67.5 points, soit son plus haut niveau depuis janvier 2014. Le climat de consommation s'améliore progressivement, comme le suggère la mesure de l'UBS en hausse régulière depuis le mois de mars et qui se situe à nouveau au plus haut depuis septembre 2014. Cela ne se traduit pas encore par une relance des ventes de détail qui s'améliorent, mais restent en légère contraction (-0.5%) après une longue séquence de baisses mensuelles sensibles. De son côté l'indicateur ZEW CS des conditions économiques avance à nouveau de 5.2 à 8.9 et confirme aussi la bonne tenue des statistiques de la construction. La production industrielle et construction

avance de +1.1% au 3^{ème} trimestre (baisse de -1.6% au T2). Ses trois composantes, construction, génie civil et activités spécialisées, enregistrent de meilleurs chiffres qu'au trimestre précédent. Le baromètre du KOF semble le plus incertain des indicateurs après un déclin de 104.7 à 102.2 en novembre. Globalement, il nous semble toutefois que la conjoncture s'améliore sensiblement dans notre pays.

La bulle obligataire se dégonfle enfin

Les taux longs n'avaient pas tardé à réagir au vote britannique, sans distinction d'ailleurs et dans un excès de pessimisme économique qui n'aura duré que le temps de prédire sa fin. Nous annonçons en juin que les taux longs atteignaient certainement leur nadir après avoir enregistré brièvement de nouveaux records historiques. Les taux suisses n'avaient pas échappé à la tendance et depuis le début du mois de juillet ils ont aussi participé à la normalisation en cours. D'abord relativement timide, le processus s'est amplifié avec le résultat des élections américaines. Les taux suisses sont désormais en rebond très net, de 0.5% au 30 septembre à environ 0.9% début décembre. Les taux longs de la Confédération ont ainsi repassé au-dessus du niveau prévalant avant le référendum britannique et pourraient tout à fait terminer l'année en territoire positif, soit un peu plus haut qu'au 31 décembre 2015. Les taux du Bund allemand sont parallèlement aussi repassés au-dessus de zéro et offrent aujourd'hui un rendement de 0.3% à dix ans. Dans ce contexte le différentiel de taux longs souverains est stable à environ 0.5%.

Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation reste proche de zéro en Suisse en rythme annuel, mais il semble que la déflation observée depuis 2011 touche à sa fin. La remontée des cours de l'énergie sera un facteur de relance des indices de prix à la consommation début 2017. La stabilisation du franc a aussi contribué à ce résultat en diminuant l'impact du franc fort sur les prix importés. Ceux-ci ont aussi atteint leur point bas au deuxième trimestre 2015. La stabilisation du franc depuis le choc du 15 janvier, couplée à la hausse des matières premières contribue à cette dynamique. Nous estimons que l'inflation repassera en territoire positif au cours des prochains mois et créera de ce fait une nouvelle situation de rendements réels négatifs très favorable à l'économie suisse et à l'investissement. De facto, la bulle obligataire se dégonflera encore un peu plus et les performances négatives enregistrées en octobre (-1%) puis novembre (-1.27%) 2016 devraient se poursuivre en 2017.

Où sont les opportunités ?

Les placements immobiliers constituent encore la première diversification ou alternative aux obligations en Suisse. La hausse récente des taux longs a certes affecté les placements immobiliers indirects suisses, mais ceux-ci réalisent tout de même de belles progressions sur onze mois (fonds de placement +5%, sociétés immobilières +10.4%). Le rendement toujours proche de 3.5% continuera de séduire les investisseurs et soutiendra sans doute une poursuite de la hausse des cours en 2017. De leur côté, les actions suisses sont à la peine en 2016, trop largement influencées par les contre-performances de certains « blue chips » du secteur santé ou bancaire. Globalement, la valorisation actuelle des actions suisses est d'environ 15.5x les bénéfices 2017, elle semble encore raisonnable en comparaison historique. Le rendement des actions suisses reste aussi relativement attrayant à 3.4% (2016). Le différentiel de rendement en faveur des actions est toujours proche de +4%. A long terme, rappelons que les dividendes distribués représentent une part significative de la performance globale enregistrée par les actions, l'autre partie étant représentée par les plus-values en capital. La prochaine hausse des actions suisses devrait à nouveau favoriser les petites et moyennes capitalisations, même si nous attendons un retour des « blue chips » indispensable à la hausse des indices.

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