



Révision des perspectives pour le PIB suisse : +2.2% en 2018

La faiblesse du franc n'est pas terminée. La bulle obligataire se dégonfle. Tensions sur la courbe de taux d'intérêt. La correction des actifs risqués pourrait être une opportunité.

Points clés

- L'accélération attendue du PIB suisse au second semestre se poursuivra en 2018
- Hausse du PIB de +2.2% en 2018
- Indicateurs avancés au beau fixe
- La consommation restera un facteur clé
- Relance attendue du commerce extérieur
- La BNS peut être satisfaite de sa politique
- Bénéfice historique de 54.4 milliards pour la BNS
- La faiblesse du franc n'est pas terminée
- Tensions sur la courbe des taux en Suisse
- La bulle obligataire se dégonfle
- Réactions plus intenses sur les maturités longues
- La correction annoncée des actifs risqués pourrait représenter une opportunité
- Valorisations des actions plus raisonnables (15x)
- Les risques de volatilité persistent

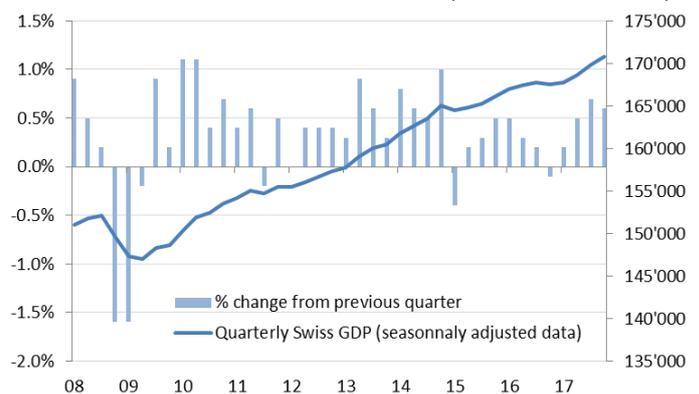
L'accélération attendue du PIB suisse au second semestre se poursuivra en 2018

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié jeudi dernier les chiffres de croissance dans notre pays. Le PIB de l'économie suisse affiche encore une excellente progression au 4^{ème} trimestre (+0.6%) par rapport au trimestre précédent non révisé. L'économie suisse confirme ainsi les bons résultats révisés de +0.7% au T3 et réalise un excellent second semestre 2017 qui lui permet de terminer l'année sur une avancée très réjouissante de +1.9% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Ce résultat s'avère supérieur de 0.2% aux attentes des économistes laissant augurer une année 2018 favorable.

Le PIB suisse retrouve de ce fait un rythme de progression supérieur à +0.5% par trimestre et s'inscrit aussi dans la tendance plus favorable observée ces

derniers trimestres en Europe et dans la plupart des autres pays industrialisés. En 2017, la croissance réelle du PIB mesurée par le SECO devrait s'élever à +1%, malgré une belle accélération au second semestre et un élargissement de la reprise à la plupart des secteurs, le début d'année timide pénalise la performance sur l'année. L'économie suisse accélère donc sensiblement le rythme de sa croissance trimestrielle, laissant entrevoir des perspectives meilleures pour 2018, en particulier grâce à la poursuite du renforcement attendu de l'économie mondiale ainsi qu'aux conditions de taux de change positives. La Suisse participe enfin à l'accélération de la dynamique internationale ce qui nous semble plus conforme aux capacités de développement de notre économie dans un contexte mondial robuste en 2018.

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



Sources: SECO, BBGI Group SA

Cette accélération a été soutenue tant par la reprise très nette du secteur industriel, des services et de la construction. La consommation est restée un moteur dynamique, tandis que le commerce extérieur marquait étonnamment le pas dans un contexte de change pourtant plutôt favorable en raison de la hausse de l'Euro. Le secteur manufacturier, encore soutenu par la faiblesse du franc contre la monnaie européenne, a été un contributeur important. La progression de +1.2% de ce secteur est certes inférieure à celle du trimestre précédent

(+2.2%), mais sa performance reste importante, bien qu'inférieure à celle de la construction, qui enregistre une belle croissance de +1.4%, supérieure à la moyenne. La plupart des branches économiques du segment des services ont progressé, le secteur financier se distinguant avec une poussée de +2.3%. L'hôtellerie et la restauration semblent profiter du franc « faible » (+1.6%), alors que la santé maintient son rythme de progression de +0.4%. La demande intérieure représentait encore le pilier central de la croissance grâce à une combinaison positive de la consommation privée en perte de « momentum » (+0.2%), de la consommation publique (+0.5%) et des investissements dans la construction (+1.1%). Les investissements en biens d'équipement fléchissent (-1.3%) après un T3 solide. Les échanges de marchandises et de services n'ont pas eu de contribution favorable (-1.4%) suite à un trimestre précédent très fort (+2.1%). Du côté des devises, le trimestre aura été particulièrement important pour l'économie suisse en raison de la poursuite de l'affaiblissement attendu du franc contre l'euro. La correction du taux de change que nous avons prévue dès le lendemain de l'abandon du taux plancher est désormais en train de se concrétiser et soutient la croissance. Le mouvement observé de revalorisation de l'euro de 1.06 à 1.18 a largement contribué à l'amélioration des conditions économiques. Après avoir résisté à l'appréciation du franc, l'économie suisse profite désormais de la normalisation du taux de change. Cette situation devrait se poursuivre en 2018.

Hausse du PIB de +2.2% en 2018

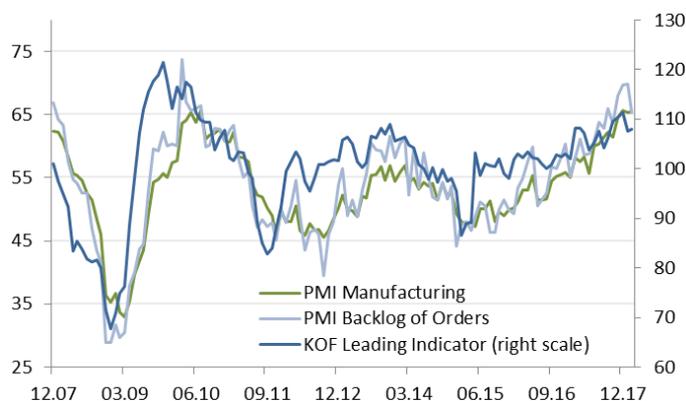
Une poursuite de la tendance économique et de l'ajustement de la valeur du franc suisse devrait permettre à l'économie suisse de recoller un peu plus encore au peloton de tête des principales économies européennes en dépassant peut-être une croissance de +2% en 2018. L'économie suisse profitera en 2018 plus nettement encore qu'au second semestre 2017 de l'amélioration générale du climat économique et de la confiance des consommateurs. La conjoncture toujours plus solide que devrait connaître les principaux partenaires économiques de la Suisse en 2018 agira comme un accélérateur de tendance. La faiblesse du franc contre la plupart des devises renforcera l'attrait des produits « made in Switzerland ». Nous révisons nos perspectives de développement pour l'économie suisse de +1.8% à +2.2% en 2018.

Indicateurs avancés au beau fixe

Les derniers indicateurs avancés ont peut-être été influencés temporairement par le retour des incertitudes dans les marchés financiers en février, mais ils pointent toujours vers une activité économique très soutenue

pour les prochains mois. L'indice du KOF du mois février (108) est en baisse par rapport à celui de novembre (110.3) qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010 mais l'indicateur reste très bien orienté pour annoncer une poursuite de l'embellie actuelle.

PMI - KOF



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'indicateur PMI manufacturier annonce lui aussi une poursuite de la tendance robuste déjà commentée dans les résultats du PIB pour le 4^{ème} trimestre. Il se situe désormais à son plus haut niveau (65.5) depuis juillet 2010 (65.6). Trois ans après l'abandon du taux plancher, le secteur manufacturier suisse semble retrouver sa place, comme le suggère l'indice qui atteint son sommet des dix dernières années. L'indice des directeurs d'achat montre ainsi un enthousiasme que l'on a rarement connu aussi bien pour le secteur manufacturier que pour celui des services (62.9 contre 62.8 en janvier). L'indicateur de l'évolution anticipée des carnets de commandes recule un peu (65.4 contre 69.8 en janvier), mais celui de l'emploi notamment continue sa progression. Le climat de consommation reste bon, malgré le déclin de l'indicateur de confiance des consommateurs de l'UBS en décembre, la mesure du SECO est en hausse sensible et atteint même un niveau extrême depuis 2011. Les indicateurs avancés suggèrent encore une intensification de la dynamique économique suisse.

La consommation restera un facteur clé

La nouvelle baisse du taux de chômage à 3.1% reste encore loin du record historique de +2.5% en 2008, mais le marché de l'emploi montre suffisamment de vigueur pour permettre une hausse graduelle de la consommation. La confiance des ménages s'améliore régulièrement depuis 2015, sans atteindre toutefois le niveau de 2014. L'amélioration des perspectives de croissance et la hausse de l'euro devraient aussi influencer plus nettement le climat économique en Suisse au cours des prochains mois. La consommation privée devrait donc rester sur une tendance favorable soutenant le PIB. Les dépenses de consommation des administrations publiques resteront

volatiles en 2018, mais les comptes de la Confédération et des cantons sont plutôt bons et la dette rapportée au PIB (34%) reste faible en comparaison internationale, justifiant une situation inchangée pour les dépenses publiques.

Relance attendue du commerce extérieur

La balance commerciale, bien que toujours nettement excédentaire, s'est plutôt dégradée depuis le pic de janvier 2017. Le solde mensuel du commerce extérieur s'est en fait stabilisé entre 2 et 3 milliards de francs. Nous estimons cependant que l'amélioration des conditions économiques internationales et la faiblesse de notre devise devraient enfin concourir à soutenir une relance des exportations. La reprise du secteur horloger se confirme en janvier avec une hausse de +12.6% des exportations sur un an et les exportations de machines devraient apporter une contribution positive également dans le contexte économique évoqué.

La BNS peut être satisfaite de sa politique

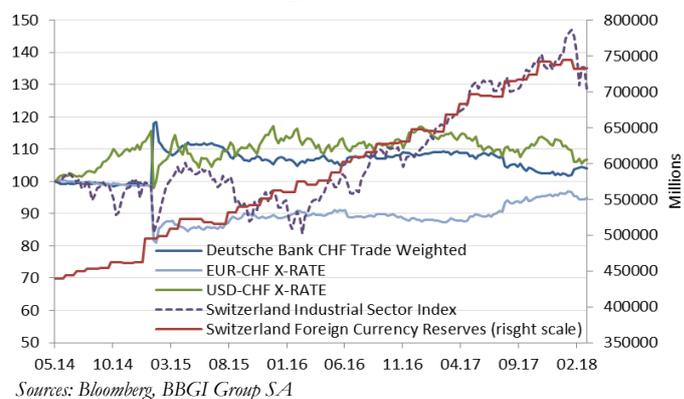
Depuis janvier 2015, nous avons régulièrement soutenu dans nos analyses de stratégie que la politique monétaire de la BNS serait couronnée de succès, en évoquant fréquemment un retour du taux de change EUR/CHF vers le niveau du taux plancher à 1.20. Il aura fallu attendre une nette amélioration de la conjoncture européenne en 2017 et la perspective d'une interruption des injections de liquidités de la BCE en 2018 pour que la normalisation intervienne et s'accélère. Aujourd'hui, le taux de change a atteint 1.18 et se situe à peine à 2% du taux plancher de janvier 2015. La BNS peut donc se satisfaire de sa politique de ces dernières années qui s'affirme de plus en plus comme un succès majeur de stratégie monétaire comme le rappel d'ailleurs le bénéfice historique de 54.5 milliards pour 2017, soit plus du double de celui de l'année précédente. Les réserves de devises de la BNS accumulées au cours de ces dernières années ont atteint un sommet de 744 milliards de francs en fin d'année, mais elles enregistrent depuis pour la première fois depuis 2015 leur première contraction, certes légère, à 732.7 milliards à la fin février. Les effets de marchés des dernières semaines expliquent certainement cette diminution des réserves de devises, il ne faut donc pas encore y voir un changement de politique de la BNS.

La faiblesse du franc n'est pas terminée

La hausse de l'euro est déjà bien engagée suite à l'ajustement de +20% du taux de change. Une intensification de la croissance en zone euro et un

élargissement du différentiel de taux d'intérêt seront des facteurs de soutien à la poursuite de la hausse à 1.20 de la devise européenne. Aux Etats-Unis, la dynamique s'accélère aussi et la courbe de taux d'intérêt est de plus en plus favorable au dollar. Dans ce contexte, une relance du momentum pourrait porter le dollar au-dessus de 1.05.

Taux de change et réserves de la BNS



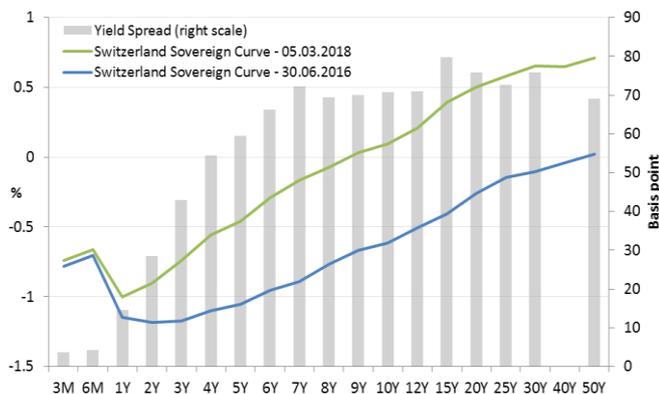
Tensions sur la courbe de taux en Suisse

La normalisation des taux longs en Suisse avait timidement débuté à l'été 2016, dans le sillage du changement de tendance observé aux Etats-Unis. Les taux à dix ans de la Confédération notamment avaient d'abord rebondi de leur point bas historique de -0.6% pour osciller ensuite pendant toute l'année 2017 entre -0.2% et 0%. L'année écoulée a donc plutôt été une période de consolidation horizontale pendant laquelle les marchés obligataires suisses n'ont pas enregistré de performance, mais n'ont pas non plus vécu l'éclatement de la bulle spéculative tant annoncé depuis plusieurs années. Cette situation ne durera certainement pas en 2018.

On observe déjà un premier mouvement de taux longs significatif qui se met en place depuis quelques semaines et qui a porté les taux longs de la Confédération enfin au-dessus du niveau butoir de zéro. En quelques semaines seulement, les taux longs ont ainsi bondi de 40 points de base et semblent désormais clairement sur une nouvelle dynamique haussière durable. La hausse des taux longs en Suisse de ce début d'année annonce une accélération du processus de normalisation des taux d'intérêt dans notre pays. Ce mouvement de hausse observé sur les taux à dix ans n'est évidemment pas isolé et s'est en fait produit sur l'ensemble de la courbe de taux. L'ajustement qui a seulement commencé à se matérialiser au 4^{ème} trimestre 2016 par une première hausse d'environ 40 points de base se poursuit maintenant au 1^{er} trimestre 2018 plus intensément sur les échéances longues. La politique monétaire de la BNS, qui maintient son taux directeur négatif, influence toujours la partie très courte de la courbe de taux suisse et retient toute hausse des rendements sur cette partie extrême. Depuis le début de cette première phase d'ajustement (30/06/2016) les maturités courtes ont

logiquement peu réagi alors que les échéances plus longues progressaient de 70 points de base entre 7 et 12 ans. Au-delà, la correction des niveaux de rendement atteignait même 80 points de base pour les maturités de 15 ans. La pentification de la courbe de taux que nous évoquions dans nos précédentes analyses est donc désormais en marche et devrait s'intensifier en 2018.

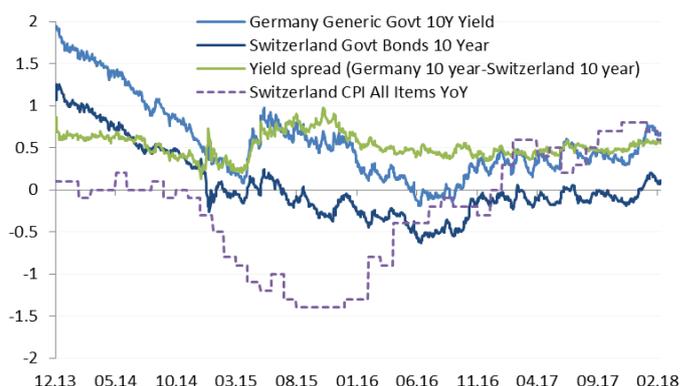
Courbe de taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans ce contexte, le différentiel de taux longs entre le Bund allemand et la Confédération n'a pas vraiment évolué, mais il est tout de même un peu plus élevé (0.56%) qu'au 30 juin 2016 (0.4%). Cette tendance devrait se poursuivre en 2018 en raison notamment du renforcement de la dynamique européenne et de la fin programmée des achats d'obligations de la BCE. Le rendement des obligations à dix ans de la Confédération était de 0.18% à l'annonce de l'abandon du taux plancher de 1.20. Ce même rendement a touché 0.2% le 15 février 2018, peu après que le taux de change euro/chf ait atteint le niveau de 1.18. Par ailleurs, l'inflation en Suisse a enregistré l'une des plus fortes progressions mensuelles en février (+0.4%) depuis 2012 et s'établit désormais à +0.6% sur un an. Cette tendance devrait être renforcée par l'affaiblissement du franc. Elle soutiendra ainsi le prochain mouvement de normalisation des taux en 2018. Nous annonçons que la bulle obligataire devrait donc commencer par se dégonfler, sans signes immédiats de panique, avant de s'intensifier, nous estimons aujourd'hui que cette nouvelle phase a débuté.

Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La correction annoncée des actifs risqués pourrait représenter une opportunité

Les marchés actions ont profité en 2017 d'un contexte économique et financier favorable, mais nous nous inquiétons déjà en fin d'année d'une augmentation des risques de correction des cours en 2018. A la fin janvier, l'apparition de nouvelles craintes de hausses de l'inflation aux Etats-Unis et des taux directeurs ont provoqué un mouvement d'ajustement des taux longs et de valorisation des marchés actions, qui ne s'est évidemment pas limité aux actifs en dollars. La correction qui a affecté les actions suisses en février a déjà sensiblement réduit le niveau de valorisation exprimé par exemple par le ratio cours/bénéfices des indices suisses. La chute des cours que nous avons annoncée comme une probabilité importante à court terme en début d'année a atteint -10% et réduit de ce fait la valorisation de 17x à 15x. Le SPI se traite donc désormais à environ 10'000 points, après avoir corrigé de 1'000 points de son plus haut de janvier (11'000) et retrouvé le niveau de fin avril 2017.

Cette correction des actions suisses dans leur ensemble offre désormais déjà une opportunité de prise de position pour les investisseurs orientés à long terme. Cependant, il n'est pas exclu que la volatilité des dernières semaines se poursuive encore quelques temps, offrant par là même de meilleures opportunités encore.

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