

Le PIB suisse fléchit dans le sillage du déclin en Allemagne

Décroissance du PIB de -0.2% au T3. L'économie suisse reste dépendante de la conjoncture allemande. Courbe des taux normale. Stabilisation du Franc. Perspectives actions positives.

Points clés

- La stupéfaction remplace l'euphorie
- Réajustement à la baisse des perspectives de croissance du PIB suisse
- Effondrement surprise de la dynamique économique au 3^{ème} trimestre
- L'économie suisse est touchée par les tensions commerciales entre Pékin et Washington
- C'est encore l'heure du doute pour les indicateurs avancés
- La consommation devrait soutenir le PIB
- Hausse de l'excédent commercial en octobre
- Stabilisation du franc suisse
- La courbe des taux reste normale
- Toujours pas de performance pour les actions suisses?

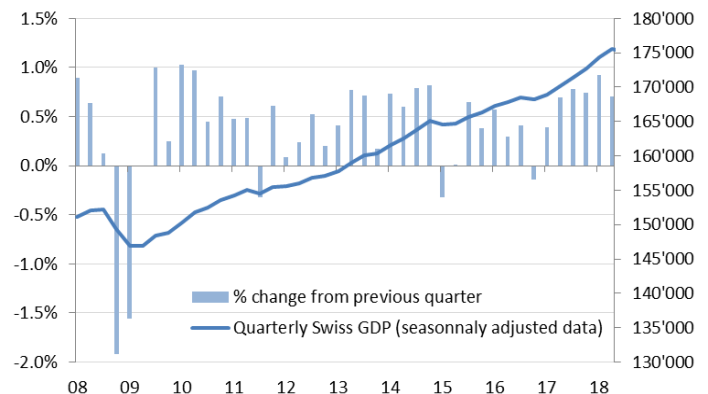
La stupéfaction remplace l'euphorie

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays, lesquels surprennent tous les observateurs et mettent en évidence un effondrement de la dynamique exceptionnelle de l'activité économique enregistrée au 2^{ème} trimestre 2018. En effet, le PIB réel de l'économie suisse s'est contracté de -0.2% au 3^{ème} trimestre, après avoir pourtant affiché une progression extraordinaire et encourageante de +0.7% le trimestre précédent. La croissance dans notre pays passe ainsi de +3.4% à seulement +2.4% sur un an, marquant de facto la fin d'une expansion économique de six trimestres consécutifs. La phase de croissance forte a donc été interrompue, en termes réels, même si le PIB nominal trimestriel de la Suisse a très légèrement avancé de CHF 172.8 à 173 milliards en septembre.

Cette nouvelle surprise est inquiétante à plusieurs titres et notamment en ce qu'elle révèle, ce trimestre tout au moins, une dépendance plus forte à l'économie allemande qu'il n'était estimé auparavant. La Suisse suit effectivement le ralentissement économique prononcé qu'a subi l'Allemagne (-0.2%) et d'autres pays européens sur la même période.

Notre économie, qui avait cependant pu montrer avec satisfaction un rythme de croissance très nettement supérieur, à la fois à sa tendance historique et à celui des pays de la zone euro au 2^{ème} trimestre, se retrouve largement influencée par l'évolution des affaires en zone euro. Cet épisode de croissance nous rappelle, s'il en était besoin, la situation spécifique de notre pays à l'égard de ses partenaires régionaux.

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



Sources: SECO, BBGI Group S.A

Réajustement à la baisse des perspectives de croissance du PIB suisse

Le choc conjoncturel du 3^{ème} trimestre remet en question les anticipations pour l'année 2018 et pour 2019. Les experts du SECO avaient fait preuve d'un optimisme affiché en révisant très sensiblement à la hausse leurs

perspectives pour 2018 à +2.9% et à +2.4% pour 2019. Il était alors raisonnable de penser qu'une poursuite de la tendance économique qui prévalait juste avant l'été, soutenue par une conjoncture internationale solide, devrait permettre à l'économie suisse de réaliser une croissance proche de +3% sur l'année. Pour notre part, nous relevions qu'un effritement de cette dynamique exceptionnelle devait pourtant intervenir probablement au cours des prochains trimestres, sans que cela ne remette fondamentalement en question la tendance soutenue en fin d'année par une combinaison de dynamiques positives dans l'industrie, la consommation, l'investissement et les exportations. Les résultats du 3^{ème} trimestre remettent bien évidemment en question ces attentes. Nous estimons désormais, dans notre scénario central, que les conditions économiques internationales moins favorables, plus particulièrement l'affaiblissement conjoncturel en Allemagne, pourraient négativement affecter le développement de notre commerce extérieur au cours des prochains mois.

La récente stabilisation du franc suisse contre euro à 1.13 depuis la mi-août, ainsi que la relative stabilité du dollar, finalement inchangée depuis sept mois et proche de la parité, ne devraient pas pénaliser la compétitivité des exportations suisses et, par conséquent, de notre commerce extérieur.

Dans ce contexte, nous révisons nos perspectives pour le PIB suisse qui ne devrait pas progresser de plus de +2.5% en 2018 et de +2% en 2019.

Effondrement surprise de la dynamique économique au 3^{ème} trimestre

Le PIB réel de l'économie suisse a surpris tous les observateurs et les analystes en enregistrant une contraction inattendue de -0.2% au 3^{ème} trimestre, portant la croissance du PIB à +2.4% sur un an. Cet affaissement de la conjoncture dans notre pays intervient après un excellent deuxième trimestre (+0.7%) et surprend par son ampleur relative, alors que le consensus des économistes escomptait une progression de +0.4% sur le trimestre et de +2.9% sur un an. Il s'agit de la première contraction enregistrée depuis la chute de -0.1% du 4^{ème} trimestre 2016. Ainsi, celle-ci interrompt une croissance de six trimestres consécutifs d'expansion à un rythme supérieur à +0.4%. L'évolution dans notre pays est synchrone avec le net ralentissement observé en Europe et en Allemagne en particulier.

L'industrie manufacturière a fléchi de -0.6%, après une hausse de +1.5% au trimestre précédent, ce qui peut être considéré comme une stabilisation à un niveau élevé, compte tenu de la forte dynamique observée auparavant. L'été particulièrement sec a pesé sur la

production des centrales hydroélectriques, le secteur énergie affiche ainsi un déclin de -2.2%. Les exportations totales de marchandises ont chuté de -4.2% et contribuent aussi globalement aux mauvais résultats du PIB. Du côté des services, la valeur ajoutée du commerce de détail et de gros s'est affichée en baisse de -1%, comme celle du secteur finance (-1.1%). Seuls les secteurs services aux entreprises (+0.7%) et santé (+0.5%) ont eu des contributions positives.

Le climat de consommation est resté relativement morose, les ménages privés n'ont, en effet, que très marginalement augmenté leurs dépenses (+0.1%). Le secteur public n'a pas été beaucoup plus actif, les dépenses publiques ont même glissé de -0.1%. Les investissements en bien d'équipement ont aussi baissé de -2.2%. En ce qui concerne le commerce extérieur, la faible dynamique intérieure a naturellement pesé sur les importations de biens et services (-1.6%).

Un marché de l'emploi sain et un taux de chômage au plus bas des dix dernières années ont certainement contribué à l'évolution positive de la consommation, dont la croissance de +0.3% a, tout de même, été légèrement inférieure à la moyenne. En définitive, la demande intérieure finale était un peu moins dynamique ; les investissements en biens d'équipement étaient légèrement en retrait (-0.3%) après, il est vrai, plusieurs trimestres de croissance soutenue.

L'économie suisse est touchée par les tensions commerciales entre Pékin et Washington

Nous évoquons, depuis plusieurs mois, qu'une intensification des tensions commerciales internationales restait la principale source de risque pour l'économie suisse, alors que les carnets de commandes semblaient bien remplis et soutenaient les perspectives du secteur manufacturier. L'incertitude qui touche depuis plusieurs mois le secteur automobile allemand, notamment en raison de l'introduction de taxes à l'importation de véhicules « made in Germany » aux Etats-Unis, a fini aussi par affecter indirectement le secteur industriel suisse.

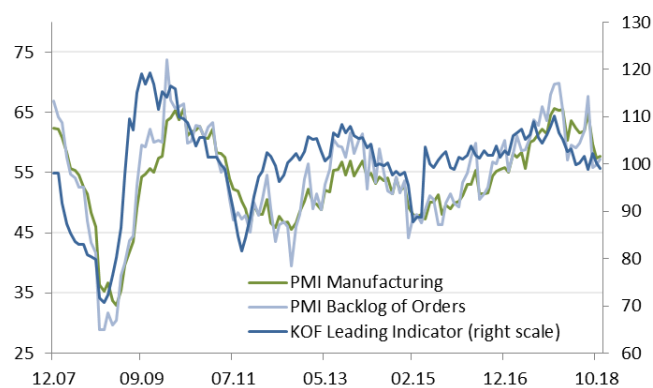
La trêve décidée le 30 novembre par la Chine et les Etats-Unis intervient, à notre avis, au bon moment pour éviter, si les deux parties parviennent à s'entendre, un impact négatif sur les perspectives de croissance mondiale pour 2019 et une intensification particulièrement dommageable des incertitudes pour les marchés financiers, à ce point du cycle. La Suisse n'est pas directement visée, mais on voit bien qu'elle subit indirectement les effets ressentis par d'autres économies et partenaires de notre pays, comme l'Allemagne. Le ralentissement allemand s'est donc transmis sans attendre à la Suisse.

C'est encore l'heure du doute pour les indicateurs avancés

L'indice du KOF a poursuivi son déclin depuis le sommet de novembre 2017 (110.3), qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010, et s'établit maintenant à 99.1 en novembre, en dessous du niveau de 100. La tendance ne semble pas s'inverser, à quelques semaines de la fin de l'année. Quant à l'indice PMI manufacturier, qui affichait encore un bel optimisme en août, il s'est aussi brutalement affaibli en chutant de 64.8, presque au plus haut (65.6) des dix dernières années, à 57.7 seulement en novembre, en enregistrant une faible progression par rapport à sa valeur d'octobre. Le PMI des services chutait également de 55.7 en octobre à 53.7 en novembre.

Malgré ces déclin, les indicateurs PMI restent en zone de croissance et pointent toujours vers un développement du PIB suisse de l'ordre de +1.5% à +2%. Le tassement probable de l'activité et des résultats économiques, annoncé par l'affaiblissement des indicateurs avancés, suggère des résultats économiques inférieurs à ceux escomptés il y a encore quelques mois.

PMI – KOF



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La consommation devrait soutenir le PIB

La consommation ne progresse que faiblement au 3^{ème} trimestre et ne profite pas du taux de chômage historiquement bas (2.4%) depuis plusieurs mois, en raison certainement de la faible hausse des salaires nominaux. La confiance des ménages n'évolue que peu mais nous estimons que la consommation privée devrait 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, ce qui laisse une certaine marge de manœuvre aux dépenses publiques pour contribuer positivement au PIB, après la légère baisse constatée.

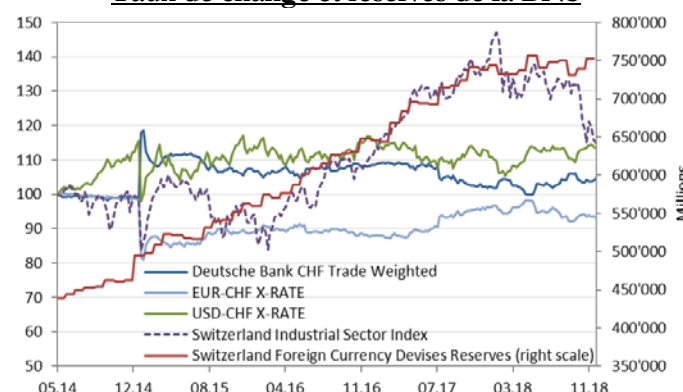
Hausse de l'excédent commercial en octobre

Depuis le pic de janvier 2017, le solde mensuel du commerce extérieur (2.13 en août) s'était stabilisé entre CHF 2 et 3 milliards, sans montrer de signes clairs de reprise. Nous estimons que l'amélioration des conditions économiques internationales et un franc moins fort devaient enfin permettre une relance des exportations et une amélioration des chiffres de la balance commerciale. Les résultats du mois d'octobre laissent présager de cette tendance, au regard du surplus de 3.75 milliards enregistré. La reprise du secteur horloger se poursuit en parallèle avec une hausse nominale de +7.2% sur un an en octobre.

Stabilisation du franc suisse

Après l'appréciation notable de la devise européenne à 1.20 en avril, nous attendions une phase de consolidation du taux de change qui s'est produite dans le contexte politique incertain qui prévalait en zone euro. La conjoncture, qui paraissait initialement plus forte en Suisse il y a quelques mois, s'est alignée sur celle de la zone euro. Le différentiel de croissance économique, qui était alors nettement en faveur du franc suisse, n'est plus significatif. Une nouvelle phase de faiblesse future du franc dépendra encore de la performance économique relative et du différentiel de taux d'intérêt entre le franc et l'euro. Nous estimons toujours que la BNS ne remontera pas aussi rapidement ses taux directeurs que ne le fera la BCE. Entre temps, le taux de change devrait se stabiliser entre 1.12 et 1.17 contre euro.

Taux de change et réserves de la BNS



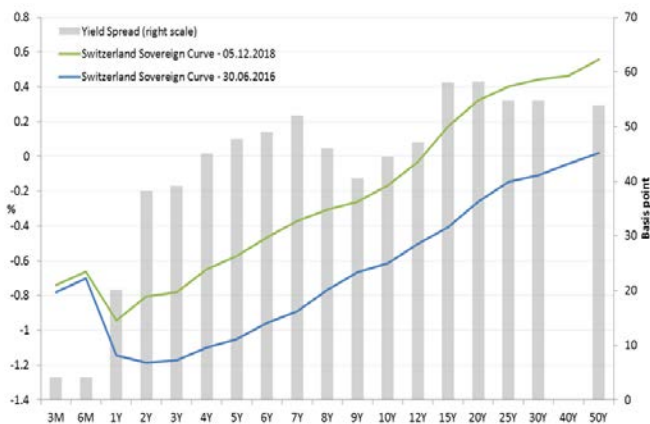
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La courbe des taux reste normale

La normalisation des taux longs en Suisse a bien débuté à l'été 2016, mais cette première phase d'ajustement s'est rapidement stabilisée au niveau de 0% sur les taux à dix ans de la Confédération. L'affaiblissement surprise de la croissance en zone euro et en Suisse ainsi que la stabilisation de l'inflation dans notre pays à environ 1% ont quelque peu freiné le processus de remontée graduelle des

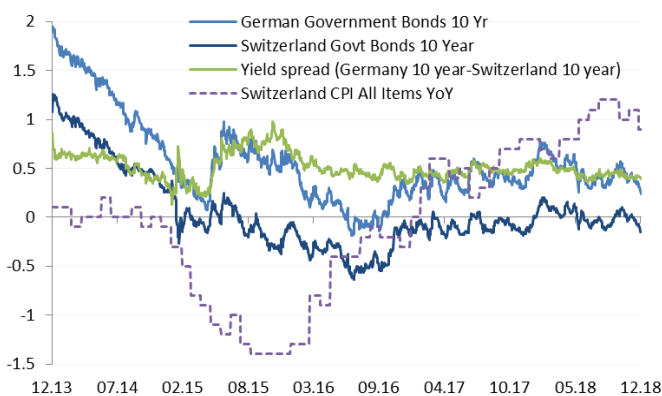
taux longs. L'accélération du processus de normalisation devra attendre une amélioration des statistiques conjoncturelles en Suisse mais également en zone euro. Le processus de pentification de la courbe des taux reste en place, dans le contexte actuel encore marqué par une politique monétaire de la BNS certainement stable en 2019. Dans cette perspective, nous estimons que la tendance haussière pour les taux longs suisses devrait un peu s'affirmer en 2019, si la dynamique économique européenne se reprend. La fin programmée des achats d'obligations de la BCE pourrait provoquer quelques mauvaises surprises sur les rendements des obligations d'Etats et accroître la prime de risque par rapport aux obligations de la Confédération.

Courbe de taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans

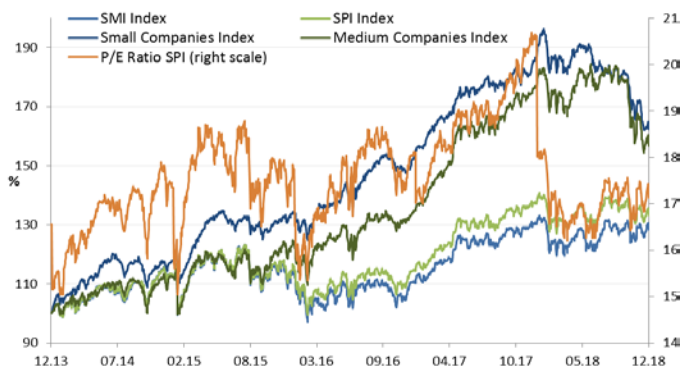


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Toujours pas de performance pour les actions suisses ?

L'année 2018 semble vouloir s'achever sur une volatilité accrue des marchés financiers, laquelle n'épargne malheureusement pas le marché suisse et pourrait aussi, en l'absence d'un rallye de fin d'année, se boucler sur des performances négatives généralisées. La performance des actions suisses depuis le début de l'année est en effet encore négative, comme c'est d'ailleurs le cas pour la quasi-totalité des places boursières internationales. En francs suisses, seules les performances des marchés américains et japonais sont légèrement meilleures. Si l'on pouvait encore parler récemment d'une dynamique de « bull market » aux Etats-Unis, la situation des autres marchés et de la Suisse en particulier est un peu différente. Depuis décembre 2014, l'indice SMI n'a pas enregistré de réelle progression puisqu'il se traite toujours à environ 9'000 points, son niveau de clôture en 2014. Après la chute des marchés actions au 1^{er} trimestre, nous relevons que les actions suisses offraient une opportunité de prise de position pour les investisseurs orientés à long terme, en n'excluant toutefois pas que la volatilité se poursuive encore quelques temps. Le PE actuel du marché suisse de 15x les bénéfices attendus pour 2019 ne nous semble pas excessif, mais la sérénité n'est encore pas revenue, malgré la trêve convenue dans les négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Sans un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, nous estimons que les perspectives pour les actions suisses sont favorables, en particulier pour les titres du SPI et pour les petites et moyennes capitalisations particulièrement touchées par le regain de volatilité récent.

Actions suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 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 2
1201 Genève - Suisse
T+4122 5959 611- F+41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch