

L'incertitude générale affecte aussi l'économie suisse au T2

Faible croissance du PIB au T2 (+0.3%). Perspectives 2019 revues à la baisse. La chute des taux ne durera pas. Valorisation élevée pour les actions. Agios immobiliers extrêmes.

Points clés

- Tassement logique de la croissance du PIB au T2 dans un environnement très incertain (+0.3%)
- La consommation est le principal facteur de croissance du PIB (+0.3%)
- Ça va enfin un peu mieux du côté des indicateurs avancés
- Perspectives de croissance révisées à la baisse pour l'année 2019 de +1.5% à +1.3%
- Relative stabilité pour le franc suisse
- Hausse du dollar probable mais limitée
- Situation irrationnelle sur les taux longs
- Attention à la correction des taux longs et ses effets sur toutes les classes d'actifs
- La baisse des taux a dopé les marchés actions
- Attention aux agios de l'immobilier titrisé

Tassement logique de la croissance du PIB au T2 dans un environnement très incertain

Après une révision négative de la croissance suisse au T1 de +0.6% à seulement +0.4%, le 2^{ème} trimestre refroidi quelque peu encore l'optimisme des prévisionnistes. Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a en effet publié les chiffres de croissance de notre pays au 2^{ème} trimestre de l'année en cours qui font état d'un fléchissement sensible de la demande. L'économie suisse a enregistré une progression de +0.3% de son PIB dans un contexte européen pourtant difficile en raison notamment de la contraction de -0.1% du PIB de notre voisin allemand. La performance de notre économie est cependant plutôt satisfaisante dans ce contexte, même si elle laisse planer les

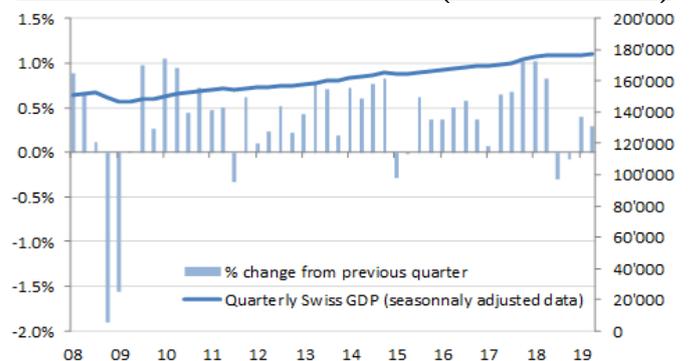
La progression du PIB réel de +0.3% au T2 n'est cependant pas inquiétante et se situe dans la mouvance des développements économiques plus incertains observés dans d'autres pays. La demande intérieure suisse a donc logiquement faibli en même temps que la demande internationale.

Le PIB nominal du 2^{ème} trimestre de la Suisse a ainsi avancé de 173.8 milliards à 174.5 milliards de CHF. En rythme annuel, le PIB suisse s'affiche donc à environ 695 milliards de CHF.

La hausse du PIB réel de la Suisse en glissement annuel non corrigé des variations saisonnières ne progresse désormais que de +0.2% après avoir enregistré une avancée de +1.7% sur douze mois au précédent trimestre.

L'économie suisse ne peut faire cavalière seule dans le contexte incertain du 2^{ème} trimestre et marque donc le pas sans réelle surprise.

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



Sources: SECO, BBGI Group SA

Les prévisions conjoncturelles du Groupe d'experts de la Confédération avaient déjà été revues à la baisse dans le contexte jugé plus incertain en début d'année 2019. Mais la situation récente impliquera certainement une nouvelle révision à la baisse de leurs estimations de

croissance en dessous de leur dernier objectif déjà abaissé de +1.5% à +1.1% en raison des craintes de tassement de l'activité économique internationale et des effets induits sur les exportations suisses. Le fléchissement de la conjoncture mondiale affecte désormais également notre économie qui doit aussi compter à nouveau avec un franc un peu plus fort depuis plusieurs mois. La vitalité économique de notre pays au premier semestre est donc mise en danger par des facteurs essentiellement externes. La Suisse commence à ressentir les effets de l'incertitude liée au Brexit et à la situation conflictuelle entre la Chine et les Etats-Unis qui affectent la demande globale. La situation en Allemagne n'est évidemment pas non plus totalement sans effets sur notre secteur industriel et le ralentissement allemand aura nécessairement un impact sur nos exportations.

Nous révisons dans ce contexte nos propres estimations de croissance du PIB que nous réduisons de +1.5% à +1.3% pour l'année 2019.

La consommation est le principal facteur de stabilité pour la croissance du PIB

Parmi les sources de satisfaction durables pour notre économie, il faut relever la résistance de la consommation privée qui est encore ce trimestre l'un des principaux facteurs de soutien à la dynamique économique. La hausse de +0.3% de celle-ci se situe toujours un peu au-dessus de sa croissance trimestrielle moyenne, grâce à des contributions spécifiques des segments santé, logement et énergie. En comparaison au trimestre précédent, la consommation des administrations publiques, à peine en hausse de +0.1%, s'est affichée bien en dessous de la progression de +0.5% observée au T1. Les investissements en biens d'équipement et dans la construction marquent nettement le pas en glissant de -1% et respectivement -0.1% après avoir connu une très belle période au T1. La valeur ajoutée dans la construction s'inscrit dans la stabilité (+0.1%) après un résultat très positif de +1.9% au trimestre précédent. Même constat pour les dépenses en biens d'équipement, qui baissent de -1% après avoir enregistré une hausse de +1.5% en mars. L'incertitude qui règne sur le plan international freine l'investissement. Le secteur manufacturier suisse ne subit étonnement pas autant qu'on aurait pu le craindre la baisse de la demande mondiale et la hausse du franc suisse. L'industrie dans notre pays s'est bien comportée à la différence d'autres pays européens en contribuant favorablement à la croissance du PIB. Le secteur manufacturier progresse de +1.3% dans un contexte pourtant très incertain et difficile pour les entreprises. Les industriels relèvent que les marges sont malheureusement sous pression dans ce contexte compliqué.

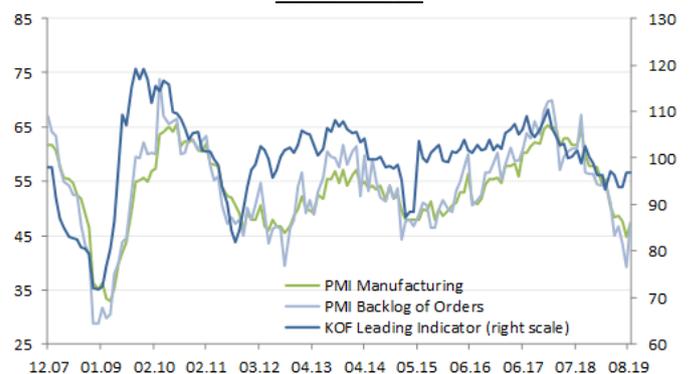
Le secteur pharmaceutique est toujours un soutien à ce développement réjouissant. Les exportations de marchandises en baisse de -0.8% se sont plus rapidement ajustées que les importations de marchandises et de services en chute de -0.6%.

L'économie suit ainsi sa tendance des précédents trimestres sans subir de véritables coups de frein.

Ça va enfin un peu mieux du côté des indicateurs avancés

L'indice PMI manufacturier a poursuivi son déclin enclenché en 2018 pour toucher le niveau de 44.7 en juillet, soit son plus mauvais résultat depuis près de dix ans. Le rebond à 47.2 en août est de facto une bonne nouvelle qui annonce peut-être enfin un changement de tendance plus optimiste pour notre secteur industriel. La chute des indicateurs avancés du KOF était à peine moins inquiétante jusqu'en juin (93.8), mais la stabilisation et la légère reprise constatée depuis (97) relance à nouveau les espoirs d'une reprise globale au second semestre. Rappelons toutefois que le déclin des indicateurs avancés qui dure désormais depuis plus de vingt et un mois, n'a pas été suivi d'un affaiblissement net du PIB suisse. L'économie résiste pour l'instant aux prédictions négatives des indicateurs avancés. L'excellente tenue des ventes de détail, encore en hausse de +0.4% en juillet, se poursuit et approche à nouveau ses meilleurs scores des cinq dernières années, alors que le taux de chômage reste à son plus bas niveau de 2.1%. Du côté des exportations, les ventes de montres suisses ont très nettement rebondi (+4.3%) en juillet après la contraction de -10.7% de juin.

PMI – KOF



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La production industrielle s'est aussi reprise et affiche désormais une progression de +3.6% en juin.

Sans être réellement redevenus clairement positifs, les indicateurs avancés se sont tout de même stabilisés et montrent quelques signes plus optimistes pour une reprise au second semestre.

Perspectives de croissance révisées à la baisse pour l'année 2019

A la lumière des derniers événements, l'incertitude qui entoure les négociations commerciales sino-américaines ne semble pas tout à fait prête à se dissiper. Les semaines et les mois passent sans que des progrès sérieux ne puissent être constatés et même envisagés. S'il apparaît pourtant évident que les deux parties ont intérêt à trouver un terrain d'entente, les objectifs et les agendas politiques des deux protagonistes principaux sont si différents qu'il est toujours plus difficile d'apprécier les réelles chances de succès des négociations, leur contenu et la date à laquelle un accord tant attendu pourrait intervenir. Notre économie n'est pas immunisée aux effets induits par l'incertitude pesante qui menace les investissements, les échanges économiques et la croissance du fait de la guerre commerciale qui fait rage. Le fait que l'Allemagne soit particulièrement touchée par l'incertitude qui frappe son secteur automobile n'est évidemment pas non plus un facteur rassurant pour la Suisse. Mais la stabilisation des indicateurs avancés et la résistance de notre économie dans la phase de renforcement temporaire du franc de ces derniers mois sont des éléments encourageants. Ils viendront probablement renforcer la dynamique toujours heureusement très solide de la consommation intérieure au second semestre. Si le contexte actuel n'est pas particulièrement favorable au franc suisse, qui n'a que peu de probabilités de s'apprécier contre le dollar US, une relative stabilité des changes ne devrait pas pénaliser le commerce extérieur suisse. Au-delà des exportations, la demande intérieure devrait elle aussi rester positivement orientée, la consommation devrait s'affirmer quelque peu en 2019 et montrer une croissance un peu plus dynamique.

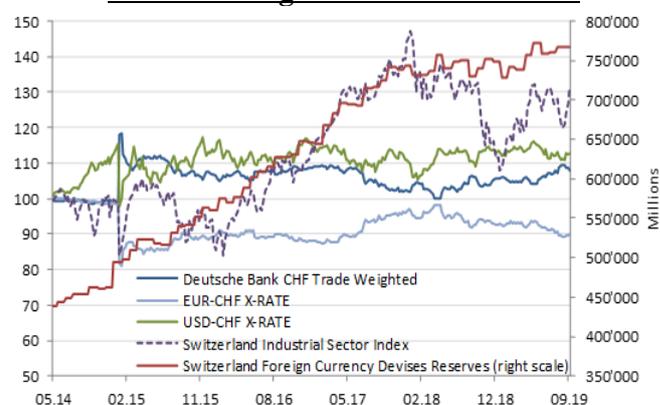
Nous estimons que les perspectives pour le 2^{ème} semestre 2019 devraient donc s'améliorer et soutenir la demande de produits et services suisses. Dans ce contexte, nous réduisons notre prévision de croissance pour le PIB à +1.3% pour 2019.

Relative stabilité pour le franc suisse

Depuis la décision de la BNS d'introduire des taux négatifs, le franc suisse est resté relativement stable contre le dollar américain, malgré les nombreux bouleversements économiques et politiques qui sont intervenus au cours des cinq dernières années. Le taux de change est resté centré sur une valeur proche de la parité en glissant parfois pendant quelques semaines en dessous de 0.95 pour 1 dollar et en passant temporairement au-dessus du niveau de 1.03. Les différentiels de taux d'intérêt et de croissance du PIB largement favorables au dollar n'ont ainsi pas provoqué d'appréciation nette de la devise américaine, qui devrait

rester à moyen terme dans la bande de fluctuation décrite. Nous estimons que les prochains mois devraient être caractérisés par un nouvel épisode d'élargissement des écarts de rendement observés sur les taux longs notamment qui devrait renforcer l'attrait du dollar et pousser le taux de change au-dessus de la parité. En ce qui concerne l'euro, la problématique est différente notamment parce que l'écart de rendement entre les taux en euro et en franc suisse ne sont pas si importants et que la tendance des derniers mois ne laisse pas présager le même type de tendance que celle que nous attendons pour le dollar US. L'écart de rendement que la BNS avait souhaité créer et maintenir pour affaiblir le franc est de plus en plus attaqué par la chute nécessaire et souhaitée des taux de la BCE. Celui-ci s'était stabilisé pour atteindre environ 60 points de base en début 2018 pendant la hausse du taux de change à 1.20, mais il a ensuite régulièrement glissé pour tomber à moins de 22 points de base au cours des dernières semaines. Difficile dans un contexte de faiblesse conjoncturelle de la zone euro et de politiques monétaires accommodantes, d'envisager une hausse de l'euro contre le franc à court terme. Pour qu'une telle appréciation se matérialise il sera indispensable de pouvoir observer ou tout au moins anticiper avec suffisamment de crédibilité, une relance conjoncturelle européenne sérieuse et durable.

Taux de change et réserves de la BNS



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

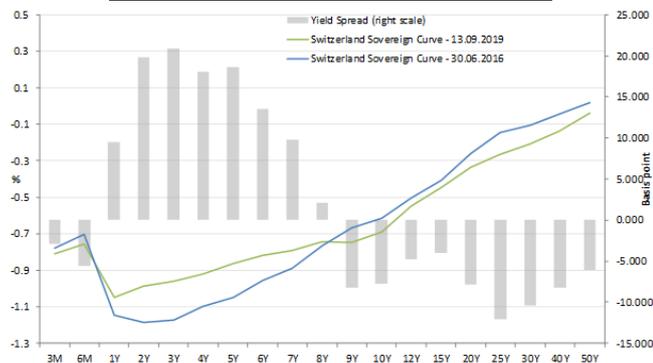
Nous restons d'avis qu'une nouvelle phase de faiblesse future du franc dépendra encore de la performance économique relative et du différentiel de taux d'intérêt entre le franc et l'euro. Nous estimons toujours que la BNS ne remontera pas aussi rapidement ses taux directeurs que ne le fera la BCE, ce qui semble aujourd'hui très peu probable dans un avenir proche. La surprise pourrait toutefois provenir d'une décision de réduction supplémentaire de 25 points de base du taux d'escompte de la BNS, ce qui ne nous semble pas nécessaire dans le contexte actuel de relative stabilité des réserves de change depuis 24 mois (767.1 Mrds). Le taux de change euro/franc suisse tente de se stabiliser après avoir perdu environ -5% au cours des quatre derniers mois marqués par les anticipations selon nous peu rationnelles de récession américaine et de ralentissement

net de la conjoncture mondiale. Un retour à la « raison » pourrait avoir rapidement des effets positifs sur les taux de change et enlever un peu de pression sur le franc.

Situation irrationnelle sur les taux longs

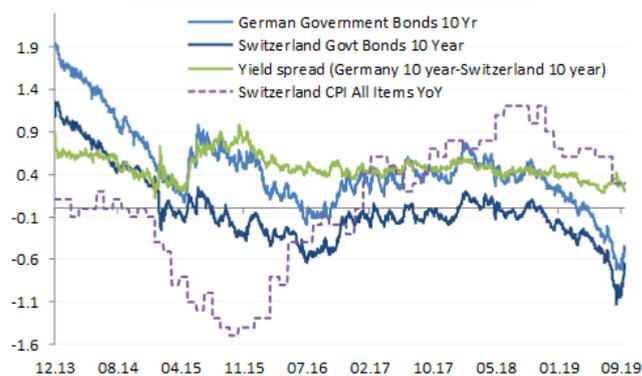
Les marchés de taux ne veulent manifestement pas se laisser convaincre que l'économie mondiale ne se dirige pas vers une récession prochaine. La chute généralisée des rendements, qui s'est encore accélérée en août, a aussi touché le marché suisse des capitaux. Les taux à dix ans de la Confédération ont ainsi atteint un nouveau point bas historique à -1.12% effaçant ainsi complètement le processus de normalisation des taux longs enclenché à l'été 2016. Cette chute des rendements est irrationnelle et devrait être suivie d'un rebond très sensible dès lors que les risques de récession seront enfin évalués rationnellement.

Courbe de taux de la Confédération



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans

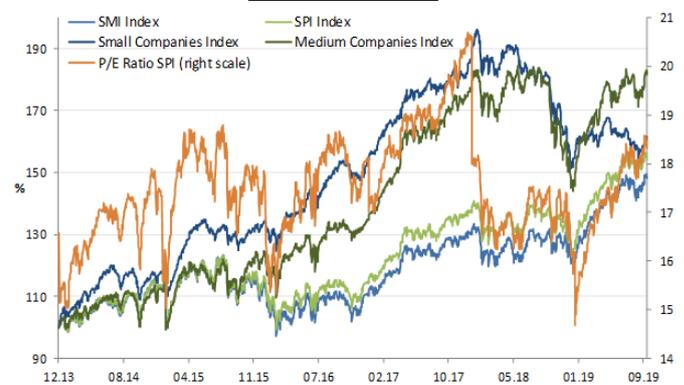


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La baisse des taux a dopé les marchés actions

Comme nous l'attendions, la correction marquée des valeurs suisses en fin d'année 2018 constituait une opportunité d'investissement pour l'année 2019. Cependant, après les progressions impressionnantes des deux premiers trimestres, les valorisations des actions suisses et notamment de « blue chips » ont atteint des niveaux que nous considérons déjà excessifs. Les rendements de plus en plus négatifs sur les marchés de taux en franc suisse ont très largement et trop nettement contribué à cet engouement pour les actions en faisant progresser les ratios de valorisation de manière excessive à court terme. Nous recommandons d'adopter une stratégie plus défensive dans la phase actuelle de stabilisation à des niveaux élevés des cours qui dure depuis le mois de juin.

Actions suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Attention aux agios élevés de l'immobilier titrisé

L'immobilier titrisé reste une alternative de choix aux placements à revenus fixes en franc suisse, mais la dynamique récente devrait cependant marquer le pas à court terme. En effet la hausse des cours a provoqué une expansion des agios des fonds de placement comme des sociétés immobilières au-delà de 30%. De telles valorisations nous semblent désormais excessives et essentiellement liées au comportement irrationnel des taux d'intérêt. Nous recommandons une diminution temporaire de l'allocation à l'immobilier titrisé suisse.

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 Sigismond-Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch