

## Le PIB suisse se renforce au T3 et surprend les prévisionnistes

**Le PIB nominal passe le cap de 700 milliards de francs par an. Valorisation des actions supérieure à la moyenne historique. Surévaluation manifeste du franc en termes de PPA.**

### Points clés

- La croissance de +0.4% du PIB suisse au T3 surprend favorablement les prévisionnistes
- Le PIB suisse dépasse pour la première fois les 700 milliards de francs par an
- La croissance est encore soutenue par la consommation privée et publique
- Le ciel s'éclaircit un peu du côté des indicateurs avancés
- Une fin d'année dans le calme pour le franc
- Le franc est très nettement surévalué selon les parités de pouvoir d'achat (PPA) de l'OCDE
- La banque nationale suisse (BNS) gardera le cap
- Lente remontée des taux longs
- Les marchés actions profitent de l'absence d'alternatives malgré des valorisations élevées

### La croissance de +0.4% du PIB suisse au T3 surprend favorablement les prévisionnistes

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays au 3<sup>ème</sup> trimestre de l'année en cours qui font état d'un renforcement plutôt inattendu de la croissance dans notre pays. La croissance trimestrielle de +0.4% a en effet surpris les prévisionnistes qui s'attendaient plutôt à une progression limitée à +0.2%. Ce résultat est en fait au top des estimations qui s'étendaient entre -0.1% et +0.4%. En comparaison annuelle non ajustée, le PIB suisse a progressé de +1.1%, sensiblement plus que la moyenne attendue par le consensus de +0.8%.

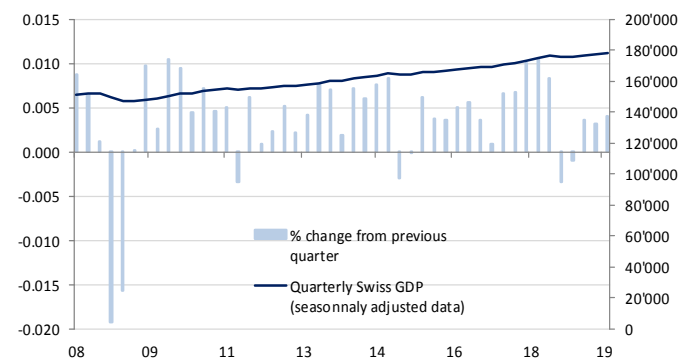
La performance de notre économie est cependant plutôt satisfaisante dans ce contexte, même si elle laisse planer les risques d'un ralentissement plus prononcé au cours des prochains mois. Cette progression du PIB réel de +0.4% au T3 est plutôt réjouissante dans le contexte particulièrement morose qui a marqué les marchés financiers pendant l'été. Les craintes de récession et l'effondrement des taux d'intérêt consécutif à ces incertitudes croissantes sur les perspectives de croissance économique se sont avérées particulièrement excessives au regard des résultats réels enregistrés par notre économie.

Le PIB nominal du 3<sup>ème</sup> trimestre de la Suisse a ainsi avancé de 174.5 milliards à 175.04 milliards de CHF.

En rythme annuel, le PIB suisse dépasse ainsi pour la première fois le cap historique de 700 milliards de francs suisses.

L'économie suisse profite de la tendance européenne un peu meilleure et d'une croissance dans l'UE de +0.3% au 3<sup>ème</sup> trimestre légèrement supérieure à celle (+0.2%) du trimestre précédent.

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



Sources: SECO, BBGI Group S.A

La situation en Allemagne n'est évidemment pas non plus totalement étrangère à l'évolution de la conjoncture dans notre pays et n'a pas eu une contribution positive sensible ce trimestre. La diminution relative des tensions entre les Etats-Unis et la Chine ont un peu réduit l'incertitude qui pesait sur l'économie allemande et son secteur industriel, mais cela n'a pas été suffisant pour développer de réels effets sur le secteur industriel allemand. La conjoncture allemande reste en effet faible (+0.1%), mais elle évite une récession après un 2<sup>ème</sup> trimestre négatif.

**Dans ce contexte la croissance de l'économie suisse devrait être proche de +1.1% pour l'année 2019 et de +1.5% pour 2020.**

### La croissance est encore soutenue par la consommation privée et publique

La consommation s'est imposée ces derniers trimestres comme une composante essentielle et durable de la conjoncture dans notre économie. Sa contribution a cependant été un peu moins importante ce trimestre qu'auparavant. La demande intérieure a en effet enregistré une hausse de +0.2% de la consommation privée, légèrement inférieure à celle observée au trimestre précédent (+0.3%) et s'est donc avérée plus atone. En comparaison au trimestre précédent, la consommation des administrations publiques a au contraire enregistré une nette reprise. La consommation publique a ainsi retrouvé un rythme de +0.5% déjà atteint au 1<sup>er</sup> trimestre après un épisode clairement en retrait au 2<sup>ème</sup> trimestre (+0.1%). La demande intérieure a donc globalement soutenu l'évolution du PIB au cours du trimestre.

En ce qui concerne les investissements en biens d'équipement, ceux-ci ont été particulièrement solides avec un rebond de +0.7% qui compense presque totalement la chute de -1% du précédent trimestre. Quant au secteur de la construction, la dynamique reste encore faible comme le démontre la progression de +0.2% des investissements et de +0.1% de la valeur ajoutée dans le secteur. Le secteur manufacturier suisse se comporte plutôt bien dans cet environnement et 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 encore à un rythme soutenu de +1.2% similaire à celui du 2<sup>ème</sup> trimestre de +1.3%. C'est avant tout le dynamisme de l'industrie chimique et pharmaceutique, dont la valeur ajoutée et les exportations ont nettement progressé, qui soutient cette tendance positive.

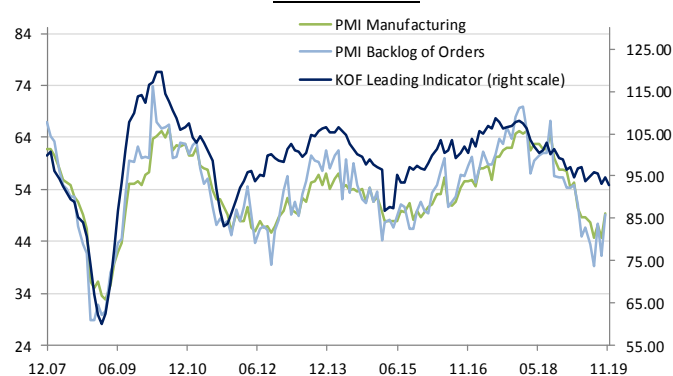
Les secteurs industriels tels que les machines et métaux ont reculé dans un contexte international toujours difficile pour le segment manufacturier. Le secteur énergie a enregistré la plus forte progression de son histoire en profitant de conditions météorologiques favorables permettant une progression de +8.2% et une forte hausse des exportations d'énergie. Les exportations de marchandises ont progressé de +0.7%, un peu moins cependant que les importations en hausse de +1.1%. Du côté des services, les exportations ont crû de +1.1% tandis que les importations avançaient de +0.9%.

**L'économie suisse se renforce progressivement dans un contexte international encore relativement compliqué au 3<sup>ème</sup> trimestre.**

### Le ciel s'éclaircit un peu du côté des indicateurs avancés

L'indice PMI manufacturier a enfin nettement rebondi en octobre à 49.4 proche du seuil de 50 après avoir atteint un plus bas de 44.6 en septembre, soit son plus mauvais résultat depuis près de dix ans. La tendance baissière de cet indicateur et son passage en dessous de la zone thorique de croissance de 50 n'avait pourtant pas été suivie d'un effondrement de la production industrielle réelle. Depuis plus d'un an, le PMI manufacturier suisse annonce une chute de la production qui ne s'est toujours pas matérialisée et qui semble au contraire se renforcer en septembre. La hausse de +6.3% au 3<sup>ème</sup> trimestre pourrait être ainsi l'élément déclencheur d'un changement de perception des directeurs d'achats et de tendance pour ce PMI. Le baromètre conjoncturel du KOF rebondi également de 93.07 en septembre à octobre à 94.66 sans pour autant clairement suggérer un renversement de tendance. La situation des affaires par secteur d'activité a cependant chuté en octobre dans la plupart des secteurs. Seul le secteur financier semble indiquer une reprise.

#### PMI – KOF



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les ventes aux détails ont enregistré une hausse de +0.9% en septembre après un déclin de -1% en août, mais la confiance des consommateurs semble toujours faible dans

le contexte international encore incertain. L'indicateur CS sur les conditions économiques attendues enregistre un rebond important en novembre et passe ainsi de -30.5 à -3.9, qui représente son meilleur résultat depuis juillet 2018. Il suit la tendance similaire observée en zone euro et aux Etats-Unis sur la même période qui montre une nette amélioration de la confiance en matière de perspectives économiques pour 2020. La confiance des consommateurs publiée par le secrétariat d'état pour les affaires économiques pour le 4<sup>ème</sup> trimestre reste incertaine (-10.4) et décline encore un peu par rapport au trimestre précédent (-8).

Rappelons encore que le déclin des indicateurs avancés qui dure désormais depuis près de deux ans, n'a toujours pas été suivi d'un affaiblissement net du PIB suisse. L'économie résiste même un peu mieux encore ce dernier trimestre en avançant de +0.4% aux prédictions négatives des indicateurs avancés.

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

### Une fin d'année dans le calme pour le franc

Après la phase d'appréciation du franc d'environ +2% contre diverses monnaies (euro +2.05%, US dollar +2.2%, yen +2.06%) au 3<sup>ème</sup> trimestre, on assiste à une stabilisation de notre monnaie au cours du trimestre en cours. Les incertitudes qui ont marqué les marchés financiers en 2018 et 2019, essentiellement centrées sur les risques de récessions liés à l'absence d'avancée concrète sur la question commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, se sont un peu effacées. Elles sont cependant restées suffisamment présentes pour maintenir une forte demande internationale en quête de valeurs sûres, en particulier au 3<sup>ème</sup> trimestre lorsque les craintes de récession se sont à nouveau faites plus insistantes. Mais le 4<sup>ème</sup> trimestre devrait être marqué par une diminution plus nette des perspectives de récession et une amélioration de la confiance pour 2020. La demande de francs suisses devrait ainsi diminuer et permettre une stabilisation de notre devise en fin d'année.

**Toutefois, à plus long terme, nous maintenons notre analyse et notre vision d'un nouvel affaiblissement du franc suisse contre les principales monnaies et contre l'euro en particulier.**

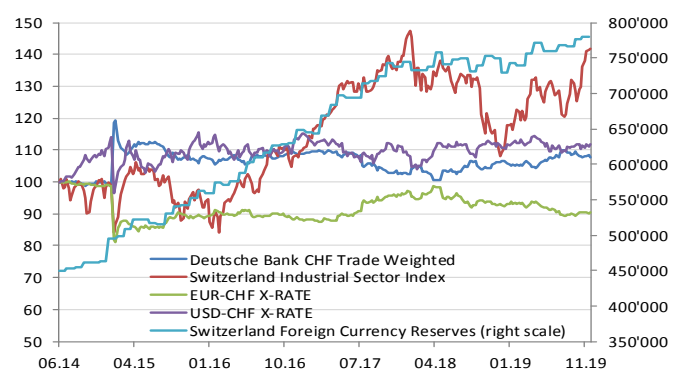
Rappelons qu'en termes de parités de pouvoir d'achat (PPA), le franc suisse pourrait bien être encore très nettement survalorisé en début 2020. Une remontée à 1.20 contre l'euro, qui représenterait une hausse de +10%, permettrait de corriger cette valorisation

excessive et diminuerait d'autant les pressions sur nos exportations. Selon l'OCDE, les parités de pouvoir d'achat (PPA) suggèrent en effet que le franc suisse est surestimé par rapport aux valeurs « théoriques » de 1.19 contre USD, 1.63 contre euro et 109 contre le yen. Selon l'indicateur Big Mac des PPP, la surévaluation du franc est également très importante par rapport aux valeurs « théoriques » de 1.18 contre USD, 1.56 contre euro et 109.6 contre le yen.

### La banque nationale suisse (BNS) gardera le cap

La BNS a encore annoncé récemment qu'elle considérerait avoir une marge de manœuvre suffisante pour abaisser ses taux directeurs encore plus bas si cela s'avérait nécessaire. Elle garde ainsi clairement et sans surprise le cap de sa politique monétaire visant à freiner toute appréciation du franc contre euro. L'évolution récente des taux directeurs et des taux longs américains a certes réduit le différentiel de rendement sur lequel la BNS appuyait sa stratégie d'affaiblissement du franc et potentiellement perturbé sa politique. Mais il faut souligner que cet écrasement de 75 points de base du différentiel de rendement sur les taux courts n'a pas eu de réel effet significatif sur le taux de change et n'a pas provoqué de réaction de la part de la BNS. La hausse du franc s'est en effet avérée relativement modérée comme nous l'évoquions au paragraphe précédent, ce qui a permis à la BNS de ne pas avoir à agir pendant cette période d'ajustement de politique monétaire américaine. Il est aussi à noter qu'en zone euro, la baisse des taux directeurs est restée très limitée (-0.1%) ne nécessitant, de ce fait, pas de réaction de la part de notre banque nationale.

#### Taux de change et réserves de la BNS

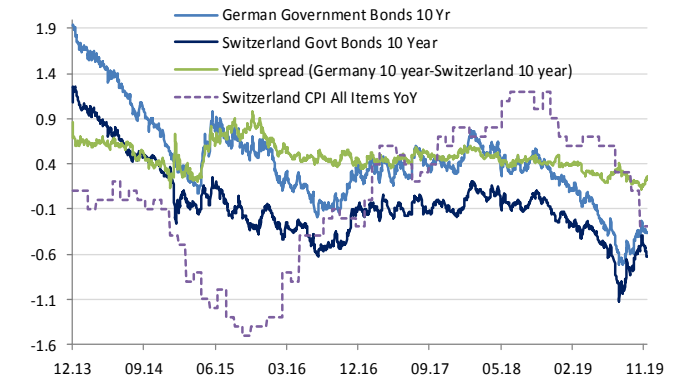


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cependant, 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 développement. L'écart de rendement que la BNS avait souhaité créer et maintenir sur les taux à trois mois pour affaiblir le franc est de plus en plus attaqué par la chute des taux de la BCE. Il est ainsi passé de -0.99% en janvier 2015 à -0.28% à la fin novembre 2019. Malgré une PPP favorable à une appréciation de l'euro, il sera indispensable de pouvoir observer ou tout au moins anticiper avec suffisamment de crédibilité, une relance conjoncturelle européenne sérieuse et durable pour envisager une telle tendance. Cependant, à moyen terme, nous estimons que les probabilités d'affaiblissement modéré du franc sont croissantes.

### Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

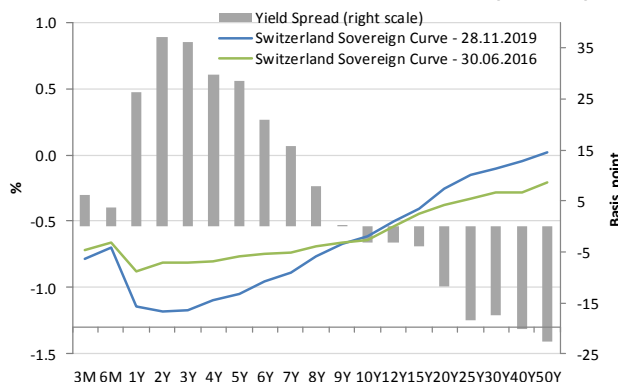
### Lente remontée des taux longs

Nous relevions en septembre le caractère irrationnel de l'effondrement des rendements à dix ans de -0.5% à -1.12% en août en annonçant un probable rebond très sensible dès lors que les risques de récession seront enfin évalués rationnellement. Les derniers mois de l'année 2019 ont ainsi été marqués par une remontée graduelle des taux longs de -1.12% à -0.4% en début novembre qui devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Les perspectives pour les marchés obligataires en francs suisses sont négatives dans cet environnement, bien que les dernières statistiques publiées indiquent un retour possible des risques déflationnistes en Suisse. L'indice CPI publié pour le mois d'octobre montre une baisse de -0.2% de l'inflation sur le mois et de -0.3% sur un an. Le rendement réel est ainsi passé de -0.85% à -0.75% en octobre.

### Les marchés actions profitent de l'absence d'alternatives

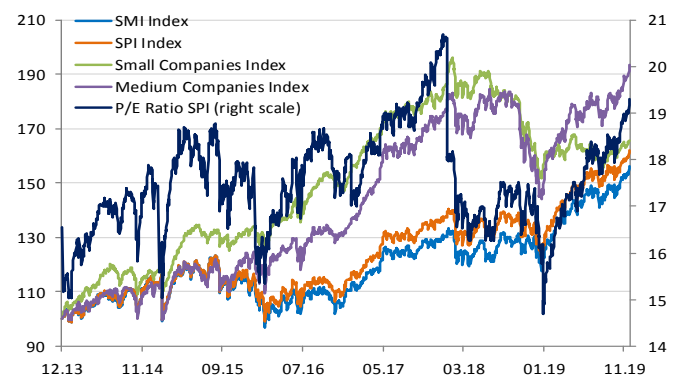
Les estimations du consensus en termes de croissance des bénéfices sont supérieures à +10% pour 2020, ce qui nous semble un peu élevé dans le contexte de croissance économique mondiale certainement plus faible. Une faiblesse du franc suisse serait cependant un facteur favorable. Le ratio cours/bénéfice du marché suisse est plutôt généreux dans ce contexte et à 18x les profits attendus pour l'année 2020 ce niveau de valorisation est entre 15% et 20% supérieur à la moyenne historique. En l'absence d'alternative de placement, le rendement du dividende pourrait encore constituer un facteur de soutien pour les actions. Toutefois, nous recommandons d'adopter une stratégie plus défensive en raison notamment du niveau de valorisation élevé.

### Courbe de taux de la Confédération 15/8 – 28/11



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### 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 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 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
reception@bbgi.ch - www.bbgi.ch