

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé – CIO

8 juin 2020

Le PIB suisse se contracte de -2.6% avant un choc plus brutal au T2

Récession de -10% au T2. La reprise conjoncturelle aura lieu au 2^{ème} semestre. La BNS ne change pas de cap. Affaiblissement du franc. Rebond progressif des taux longs. Réduire le risque actions.

Points clés

- Le PIB suisse se contracte plus fortement qu'escompté par les experts au 1^{er} trimestre
- La chute du PIB du 1er trimestre n'est en fait due qu'à un confinement de deux semaines
- La Suisse résiste mieux au choc du Covid-19
- Nouveau choc de -10% du PIB au 2^{ème} trimestre ?
- Quelles perspectives pour le 2^{ème} semestre ?
- La BNS reste discrète mais active
- Renversement de perspectives pour les taux
- Attention, l'euphorie succède déjà à la panique
- Valorisations à nouveau élevées pour les actions suisses

La situation actuelle est donc clairement plus importante déjà que la récession qui avait accompagné la crise financière de 2008. Les estimations des experts avaient progressivement dessiné au cours des derniers mois une trajectoire possible plus positive en estimant plutôt entre -1.5% et -2.1% l'impact de la crise du Covid-19 sur le PIB réel du 1^{er} trimestre. Le résultat publié par le SECO semble plus dramatique qu'escompté, mais il faut relever que la situation tout à fait inédite ne permettait que difficilement de procéder à une estimation précise.

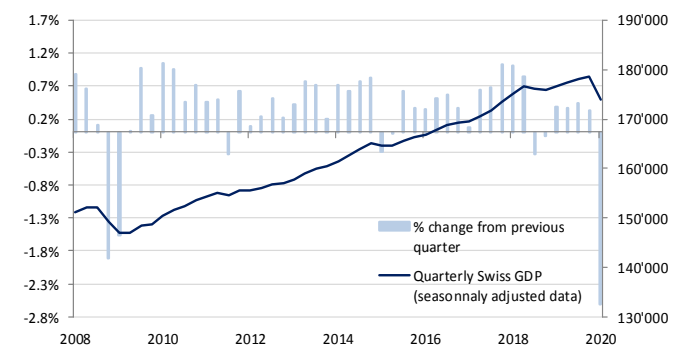
Le SECO relève logiquement que la pandémie de coronavirus et les mesures prises par notre gouvernement pour l'endiguer ont fortement limité l'activité économique au mois de mars. Par ailleurs, le plongeon de la conjoncture internationale a aussi contribué à la baisse du PIB en pénalisant nos industries d'exportation.

Le PIB suisse se contracte plus fortement qu'escompté par les experts au 1^{er} trimestre

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays au 1^{er} trimestre de l'année 2020 qui font état d'une contraction de -2.6% du PIB réel corrigé des variations saisonnières. L'économie suisse subit également les effets de la crise sanitaire mondiale et enregistre une baisse de son activité bien plus importante que celles observées lors des crises financières des 40 dernières années.

En 2008-2009, la récession qui avait frappé notre pays avait retiré -1.9% de croissance au 4^{ème} trimestre 2008 puis -1.6 au 1^{er} trimestre 2009.

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



La plupart des composantes du PIB ont ainsi enregistré des contributions négatives à l'exception de la composante « services publics » et « finance ». Le secteur des services a largement été pénalisé par les mesures de confinement et les fermetures d'établissements publics. L'hôtellerie suisse et la restauration ont déjà très fortement subi le choc en

enregistrant un recul historique de -23.4% de leur chiffre d'affaires et souffrent notamment de la « disparition » des touristes étrangers. Les transports et communication enregistrent leur plus mauvais score des 40 dernières années avec une contraction de -5.5%, tandis que les commerces (-4.4%) souffraient aussi de la diminution de la demande. Le secteur de la santé (-3.9%) généralement stable a été pénalisé par l'effort de lutte contre la pandémie et par la mobilisation des équipes et des moyens au détriment des interventions et des activités normales reportées en raison de cette mobilisation exceptionnelle.

La situation économique internationale n'était théoriquement pas favorable à l'économie suisse, mais celle-ci a tout de même pu profiter d'une hausse des exportations de marchandises de +3.4%, alors que les importations reculaient de -1.1%. Du côté des services, l'image est moins positive, les exportations ont effectivement chuté de -4.4% et les importations de -1.2%.

La chute du PIB du 1er trimestre n'est en fait due qu'à un confinement de deux semaines

La situation économique et sanitaire était relativement normale pendant 10 semaines avant l'introduction des mesures de lutte contre la pandémie. En seulement deux semaines entre le 17 mars et le 31 mars, les mesures prises par le Conseil fédéral ont affecté massivement la consommation privée qui chutait sur l'ensemble du trimestre de -3.5%, ce qui donne une idée de l'impact majeur enregistré en deux semaines seulement. L'impact sur les investissements est aussi radical avec une contraction de -4% de la demande de biens d'équipement. La consommation des administrations publiques est une rare composante domestique positive grâce à une croissance de +0.7%. Dans l'ensemble, la demande intérieure finale enregistre son plus fort recul depuis 40 ans (-2.6%) après un confinement finalement plutôt léger en comparaison des confinements sévères imposés en Italie, en Espagne et en France.

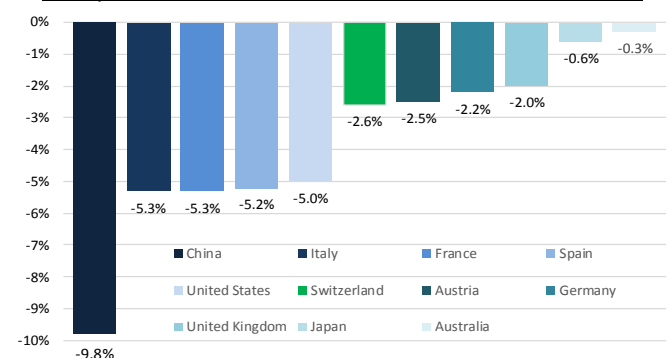
L'impact est donc tout à fait impressionnant si l'on considère le nombre limité de jours concernés pendant la période sous revue.

La Suisse résiste mieux au choc du Covid-19

Les principaux partenaires économiques de la Suisse ont eu aussi connu une forte dégradation de leurs situations économiques et sanitaires. Logiquement, les secteurs économiques sensibles comme l'horlogerie ou l'industrie des machines ou des instruments de précisions ont donc été affectés par une diminution de la demande internationale. Le secteur industriel a ainsi enregistré son plus fort déclin depuis la hausse massive du franc en 2015.

En comparaison internationale, le déclin de -2.6% sur le 1^{er} trimestre de l'économie suisse peut en fait être considéré comme un véritable succès selon nous aux vues des performances de nos principaux voisins et de celles d'économies développées importantes. En effet, les premiers chiffres publiés pour l'Italie (-5.3%), la France (-5.3%) et l'Espagne (-5.2%) montrent des performances bien plus dramatiques. En ce qui concerne le Royaume-Uni (-2%), l'Allemagne (-2.2%) ou l'Autriche (-2.5%) par exemple, des confinements semblables au notre ont eu des effets similaires. Quant aux Etats-Unis (-5% annualisé), qui avaient à peine commencé à organiser des confinements limités dans certains états, l'impact semble particulièrement élevé. En Asie, le Japon (-0.6%) et l'Australie (-0.3%) ne semblent pas très affectés, tandis que la Chine enregistre un impact logiquement attendu sur le trimestre de -9.8%.

Comparaison internationale des PIB du 1^{er} trimestre



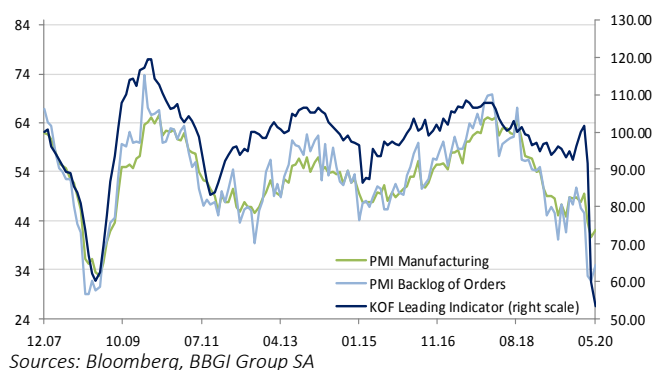
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Nouveau choc de -10% du PIB au 2ème trimestre ?

Au 2ème trimestre, l'économie suisse aura donc subi près de deux mois et demi de confinement dans un contexte économique régional sévèrement impacté par les mesures de sauvegarde prises par les divers gouvernements européens pour lutter contre la pandémie. Aux vues de la contraction enregistrée au

1^{er} trimestre, une contraction du PIB suisse de -10.3% au cours du 2^{ème} trimestre est tout à fait probable, même si le déconfinement commence à se mettre en place en juin. La plupart des indicateurs avancés pointent logiquement dans la direction d'une récession sévère au 2^{ème} trimestre sans pouvoir prédire pour l'instant une reprise ultérieure de l'activité. Le choc de croissance estimé à ce jour est certes supérieur aux estimations initiales plus optimistes, mais il a tout de même largement été pris en considération dès le mois de mars et ne sera donc pas considéré comme une surprise lors de la prochaine publication durant l'été. Les risques que nous annonçons de dégradation rapide des indicateurs avancés tout au long du 1^{er} semestre se sont matérialisés et devraient désormais probablement se stabiliser. L'indice PMI manufacturier a chuté de 49.5 en février à 40.7 en avril avant de se stabiliser en mai à 42.1. Du côté du KOF, l'indicateur avancé s'est effondré de 101.7 à 53.2 en mai sans marquer encore de signe de reprise. Dans le contexte actuel, rien d'étonnant de constater que la confiance des consommateurs déjà en péril en mars (-10) est en chute libre au 2^{ème} trimestre (-40). Les ventes au détail enregistrent aussi logiquement une chute de 19.9% sur un an.

PMI – KOF



Quelles perspectives pour le 2^{ème} semestre ?

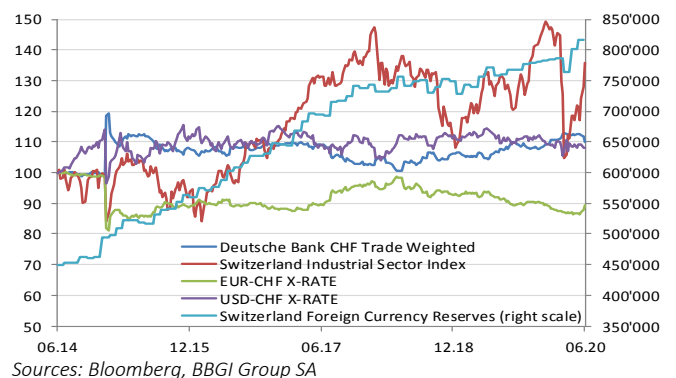
L'amplitude de la contraction du PIB du 2^{ème} trimestre sera certainement importante à analyser, mais la question essentielle aujourd'hui porte plutôt sur les perspectives de reprise en seconde partie d'année. Le déconfinement progressif sera sans doute bien engagé au début de l'été en Suisse. Il est toutefois difficile d'envisager un retour à la normale dès le 3^{ème} trimestre. Du côté de la consommation privée un retour des consommateurs est prévisible, mais nous doutons que celle-ci ne puisse retrouver un niveau d'avant crise. Les pertes de chiffre d'affaires du

1^{er} semestre ne pourront pas être compensées. Si le taux de chômage est resté relativement stable dans notre pays (3.4%) pendant la crise en raison des RHT mises en place par les autorités, les risques sont importants de voir une autre tendance se développer à la rentrée. En effet, la relance conjoncturelle qui pourrait être significative et proche de +5% au 3^{ème} trimestre pourrait aussi être insuffisante pour assurer la pérennité de certaines entreprises et PME soutenues à bout de bras par les aides gouvernementales. Les risques sont donc élevés de voir une hausse des faillites et du chômage à la fin du 3^{ème} trimestre. Ces perspectives vont certainement freiner un peu la relance de la consommation et des investissements. Nous restons confiants sur les capacités de l'économie suisse à rebondir en deuxième partie d'année.

La BNS reste discrète mais active

Contrairement aux autres banques centrales, la BNS n'a pas été très visible durant la crise du Covid-19. La valeur du franc suisse n'a finalement que légèrement progressé contre dollar et euro. Mais c'est surtout par la stabilité de sa politique monétaire que la BNS s'est démarquée de ses consœurs et par sa discrétion. Alors que la BCE, la FED ou la BoJ inondaient les marchés financiers d'argent frais à grands renforts d'annonces chocs, la BNS augmentait ses dépôts à vue domestiques de 500 à 594 milliards sans annonces spectaculaires et augmentait ses réserves de devises de 763 à 816 milliards. Pas de modification de taux directeurs pendant la crise et pas de nouvelles stratégies monétaires inspirées des rachats d'actifs initiés par les autres Banques centrales.

Taux de change et réserves de la BNS



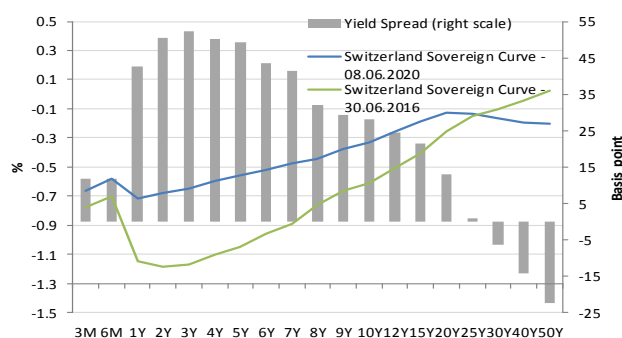
Elle garde ainsi clairement et sans surprise le cap de sa politique monétaire visant à freiner toute appréciation du franc contre euro. L'évolution des taux directeurs et des taux longs américains a encore réduit le différentiel de rendement sur lequel la BNS appuyait sa stratégie

d'affaiblissement du franc et un peu perturbé sa politique. La fin de la crise devrait être propice à un affaiblissement du franc.

Renversement de perspectives pour les taux

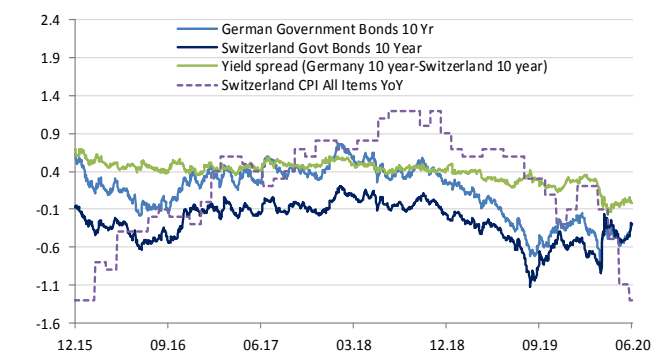
Le premier semestre aura été caractérisé par un changement total d'anticipation de croissance et de perspectives pour les taux longs. Le développement en pandémie mondiale de la crise sanitaire en Chine a provoqué une nouvelle chute des rendements gouvernementaux et une remontée des primes de risque sur les autres débiteurs pendant la panique financière de mars, une tendance qui s'est toutefois très sensiblement affaiblies depuis lors.

Courbe de taux de la Confédération 06/2016 – 06/2020



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Taux d'intérêt EUR-CHF 10 ans



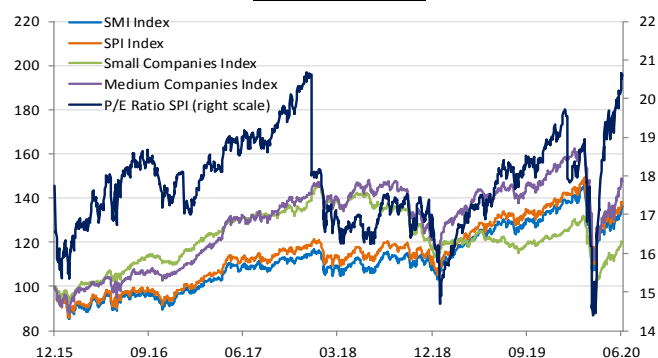
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le prochain contexte économique devrait à nouveau provoquer des changements d'anticipations et relancer une nouvelle phase de progression des rendements à long terme. Les taux longs en Suisse ne bénéficient pas de programmes d'achats de la BNS, les cours ne seront donc pas soutenus par une demande de banque centrale et reposeront uniquement sur les perspectives économiques et sur la demande d'investisseurs institutionnels et privés. Après une première phase déflationniste, il n'est pas exclu d'observer à moyen terme une remontée de l'inflation et des taux longs de la Confédération à nouveau au-dessus de zéro.

Attention, l'euphorie succède déjà à la panique

Alors que nous recommandions la prudence en janvier, les actions suisses profitaient de l'euphorie générale avant de sombrer dans la panique totale en mars. Nous relevions en fin mars l'extrême pessimisme en soulignant les opportunités de repositionnement à des niveaux de valorisation à nouveau raisonnables. Il n'aura fallu que quelques semaines d'enthousiasme progressivement retrouvé pour que les actions suisses s'approchent de leurs niveaux d'avant crise. L'euphorie est donc à nouveau présente, poussée par la perspective d'un rapide retour à la normale et par la promesse de liquidités abondantes. La croissance des profits ne se rétablira toutefois pas si vite et à 20.6x les profits estimés, les valorisations nous semblent à nouveau élevées et justifient des prises de profits.

Actions suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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 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
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch