

REVUE TRIMESTRIELLE
SUISSE - Q1 2019

Coup de froid sur la croissance et les actions

Coup de froid sur la croissance et les actions

Jean-Louis Richard, Senior Financial Analyst, CFA, FRM

Janvier 2019

La croissance a créé la surprise en s'inscrivant en recul de -0.9% au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. Cet accès de faiblesse a conduit les économistes à réduire leurs pronostics de croissance à $+2.5\%$ pour 2018 et à $+1.5\%$ pour 2019 (Fig. 1).

L'économie mondiale devrait suivre une tendance similaire, passant d'une croissance élevée à un rythme plus soutenable à moyen terme. Le ralentissement, le resserrement des politiques monétaires et des perturbations politiques ont été les catalyseurs d'une baisse marquée des actions. En Suisse, l'indice SPI a perdu -9.8% au cours du trimestre.

La fuite vers la sécurité qui a pénalisé les actions a été bénéfique aux obligations les plus sûres. Par exemple, l'emprunt à 10 ans de la Confédération s'est apprécié de $+3.0\%$ au cours du trimestre; son rendement est repassé en territoire négatif à -0.2% . Compte tenu d'un aplatissement de la courbe des taux et d'un écartement des « spreads », l'appréciation de l'indice des obligations suisses a été plus timide à $+1.1\%$.

Fig.1: Croissance du PIB suisse (données CVS)

Source: IAM



Marché des actions

Les marchés d'actions ont été confrontés à un contexte compliqué. D'une part, la décélération de la croissance au troisième trimestre a étayé le scénario d'une économie mondiale en perte de vitesse en 2019. Malgré cette perspective, les banques centrales ont poursuivi la normalisation de leur politique monétaire.

D'autre part, plusieurs problématiques politiques ont connu des rebondissements: un accord semble avoir été trouvé entre l'Union européenne (UE) et l'Italie à propos du déficit budgétaire de cette dernière. Toujours au chapitre européen, le gouvernement britannique n'a pas osé présenter aux députés l'accord négocié avec l'UE. Sans vote de son parlement, le Royaume-Uni se dirige vers un Brexit brutal, à moins qu'un nouveau référendum ne soit lancé. Autre sujet sensible, les Etats-Unis ont soufflé le chaud et le froid à propos de leur différend commercial-stratégique avec la Chine. Enfin, les tensions de politique intérieure aux Etats-Unis sont montées d'un cran fin décembre, d'une part avec la « fermeture » du gouvernement fédéral à qui le Congrès n'a pas rallongé les lignes de crédit et, d'autre part, avec les critiques du président Trump qui a accusé la Fed de trop remonter ses taux directeurs et d'étrangler l'économie.

Ces éléments et incertitudes ont pesé sur les actions suisses qui ont chuté de -9.8% (SPI) au quatrième trimestre; la performance a été de -8.6% pour l'ensemble de 2018 (Fig. 2).

Les titres défensifs ont bien joué leur rôle, à l'instar des télécoms Swisscom ($+8.7\%$) et Sunrise (-2.5%) et des grandes pharmas Roche (-0.1%) et Novartis (-2.9%). Nestlé (-3.6%) a talonné ce groupe.

Fig.2: Actions suisses (SPI) sur 5 ans

Source: IAM



Les assurances ont eu tendance à mieux se comporter que le marché malgré le recul des taux d'intérêt, une tendance généralement néfaste à leur profitabilité. Swiss Life (+2.2%) a bénéficié des nouveaux objectifs de moyen terme formulés par la direction. Zurich Insurance Group (-5.2%) et Swiss Re (-1.4%) ont devancé Baloise (-9.5%).

Les banques ont fortement corrigé ; Credit Suisse (-25.1%) et UBS (-19.6%) s'en tirent mieux que Julius Baer (-30.1%). Les valeurs industrielles, cycliques et/ou exposées à la Chine ont été malmenées, comme par exemple Richemont (-21.4%) et Clariant (-28.9%).

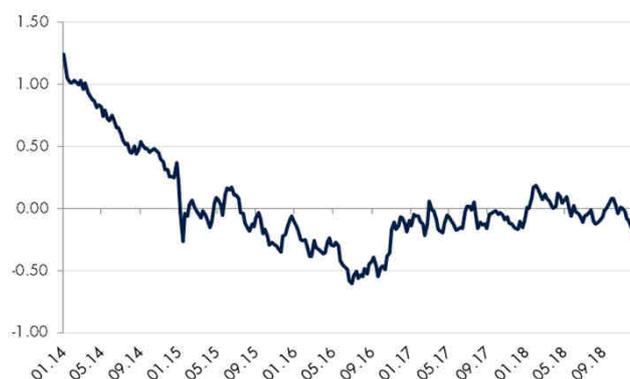
Inflation et marché obligataire

Le recul des prix du pétrole a sensiblement desserré une pression inflationniste de toute façon très faible. L'inflation s'est établie à +0.9% en novembre en glissement annuel. L'indice des prix sans l'énergie et l'alimentation n'a cessé de décélérer depuis la fin 2017 et n'était plus que de +0.2% en novembre.

Tandis que la BNS a maintenu inchangée sa politique monétaire et son objectif de -0.75% pour son taux directeur, les principales banques centrales ont continué de réduire l'accès au crédit. En particulier, la Fed a relevé ses taux en décembre pour la quatrième fois de l'année, amenant son principal taux directeur à 2.5%. Celui-ci est désormais plus élevé que les taux longs sur les maturités jusqu'à 7 ans environ. Ce phénomène, appelé inversion

Fig.3: Rendement emprunt à 10 ans de la Confédération

Source: IAM



de la courbe des taux, est généralement précurseur d'une récession. En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) est passée d'une posture expansionniste à neutre sur le marché obligataire en réduisant ses achats de dette. Les taux longs ont pourtant baissé car les investisseurs ont recherché des investissements plus sûrs, comme la dette étatique.

Le rendement sur l'emprunt 10 ans de la Confédération s'est tassé de légèrement positif fin septembre à -0.2% en fin d'année (Fig. 3). L'obligation s'est appréciée de $+3.0\%$ sur 3 mois; la hausse sur 12 mois s'établit à $+1.2\%$. L'indice des obligations suisses a gagné $+1.1\%$ sur le trimestre. En revanche, sur l'ensemble de l'année, l'indice s'est légèrement tassé de -1.2% . Le contraste entre ce comportement et celui de l'emprunt d'Etat provient d'un élargissement des « spreads » de taux et d'un aplatissement de la courbe des taux d'intérêt.

Economie suisse

Le produit intérieur brut (PIB) a créé la surprise en s'inscrivant en baisse au troisième trimestre. L'activité économique a reculé de -0.9% d'un trimestre sur l'autre en données corrigées des variations saisonnières.

L'origine du fléchissement, plus fort que prévu, est une baisse de régime dans l'industrie manufacturière, le commerce et le divertissement. Ce dernier secteur avait bénéficié en début d'année des retombées exceptionnelles d'évènements tels que les jeux olympiques. Plus généralement, le SECO explique le repli du troisième trimestre par un essoufflement de la conjoncture internationale qui a été exacerbé par la relative cherté du franc. En outre, la demande intérieure n'a pas livré d'impulsions à la croissance.

Le PIB du troisième trimestre est $+2.2\%$ au-dessus de son niveau un an plus tôt. Pour l'ensemble de 2018, la BNS continue de tableur sur une croissance robuste de $+2.5\%$; précédemment, elle envisageait une fourchette de $+2.5\%$ à $+3.0\%$. La situation s'est donc sensiblement dégradée. Le rythme devrait ralentir à $+1.5\%$ en 2019. Le SECO fait le même pronostic et espère un léger redressement à

Fig.4: Indice PMI suisse
Source: IAM



$+1.7\%$ en 2020. Ces rythmes sont plus en ligne avec le potentiel de croissance de l'économie suisse que les rythmes très rapides enregistrés en 2017 et 2018.

Cet optimisme s'appuie sur les indicateurs avancés: l'indice PMI qui mesure le moral des directeurs d'achats des entreprises s'est tassé depuis la fin de 2017. Il demeure néanmoins à un niveau élevé de 57.4 indiquant la poursuite de la croissance (Fig. 4). L'indice KOF débouche sur les mêmes conclusions. La BNS et le SECO estiment tous deux que les risques d'erreurs par rapport à leurs prévisions sont plutôt vers le bas.

Un autre fait marquant du troisième trimestre est la progression de l'emploi. Le rythme d'expansion du nombre de personnes employées a accéléré au cours des trois derniers trimestres pour atteindre $+1.5\%$ en glissement annuel. Les secteurs les plus porteurs en termes de création de postes ont été les services, l'industrie manufacturière et la construction.

En parallèle, le taux de chômage s'est tassé de 2.5% à 2.4% en données corrigées des variations saisonnières. Ce niveau est proche du plus bas observé avant la crise de 2008, note la BNS. En 2019, les dirigeants d'entreprises sondés par la BNS s'attendent à renforcer encore leurs effectifs. Toutefois, compte tenu de la croissance moins dynamique de l'économie, le chômage ne devrait que peu se replier.