



# Stratégie d'investissement

Avril 2020





"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS WITH US AFTER WE'VE STOPPED

LOOKING.'' | CORY RICHARDS, PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.



# TABLE DES MATIÈRES

### Introduction

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

### « Big picture »

5-6 Nos principales convictions

### Scénario économique par région

8-10 Vue globale

11-15 États-Unis

16-19 Suisse

20-23 Zone Euro

24-26 Royaume-Uni

27-28 Japon

29-30 Chine

31-32 Emirats Arabes Unis

33-35 Marchés émergents

### Perspectives et stratégies par classe d'actifs

38-40 Devises

41-43 Obligations internationales

44-45 Obligations suisses

46-48 Immobilier international

49 Immobilier suisse

50-52 Actions internationales - régions

53 Actions internationales - secteurs

54 Actions suisses

55 Actions suisses - secteurs

56-57 Matières premières

58 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

### Stratégie globale - Allocation d'actifs

60 Portefeuille CHF

61 Portefeuille EUR

62 Portefeuille USD

### Thème d'investissement - Focus

64-66 Hausse des cours du brut au second semestre, prix moyen 50\$ en 2020



### INTRODUCTION

### Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Le Covid-19 met soudainement fin à l'euphorie boursière
- La panique boursière provoque l'un des plus rapide « bear market » de l'histoire
- 10 trillions de dollar de soutien massif des banques centrales et des gouvernements
- Un choc temporaire qui devrait être suivi d'une nette relance qu 2ème semestre
- Les corrections des actifs risqués constituent des opportunités à long terme

Le 21 février 2020, en pleine euphorie boursière, les marchés financiers prenaient conscience que malgré les actions extraordinaires entreprises en Chine pour lutter contre l'épidémie de Coronavirus. celui-ci faisait son apparition en Europe et touchait désormais directement l'Italie. Il apparaissait soudainement évident que la menace avait été très largement négligée pendant plusieurs mois par la majorité des investisseurs. Le choc était alors à la mesure de la complaisance qui avait prévalu pendant de longues semaines. Insensibles à toute menace et à toute forme de risque, les investisseurs ne s'étaient en effet qu'à peine inquiétés trois ou quatre jours en janvier des risques au moment où la gravité de l'épidémie en Chine ne faisait pourtant plus de doute et commençait à faire les gros titres des médias. Très vite, l'appât du gain reprenait cependant le dessus sur l'analyse et l'évaluation objective et rationnelle des risques, engageant la majorité des investisseurs à retrouver un enthousiasme et une assurance dans l'avenir et dans les perspectives économiques, qui s'apparentaient à de l'inconscience pour tout observateur mesuré et rationnel inquiet de l'accroissement des risques dans un contexte de valorisation extrême des marchés financiers. Le mois de mars restera sans doute comme celui des tristes records tant pour la santé de la population mondiale que pour les marchés financiers. En janvier, nous relevions les risques induits par l'extrême complaisance des investisseurs, trop inquiets de devoir accepter des rémunérations souvent négatives sur leurs liquidités non investies dans les marchés financiers et donc peu enclins à considérer les risques de surévaluation des actifs. Alors que la Chine était en train de se battre contre une épidémie de Coronavirus qui touchait durement sa croissance, nous évoquions justement ce facteur comme la principale source d'incertitude pouvant entraîner une chute de valeur de la plupart des actifs internationaux. En mars, c'est la mise en quarantaine de la Lombardie qui a été le déclencheur de la seconde vague de panique boursière qui s'est développée en quinze jours seulement. La chute des indices actions de -30 à -35% en un mois est ainsi devenu le plus rapide « bear market » de l'histoire. Mais cette vague de panique ne s'est pas limitée aux marchés actions, elle a touché toutes les classes d'actifs sans réelle distinction à l'exception des valeurs refuges traditionnelles comme les obligations du Trésor, l'or, le dollar, le franc suisse et le yen. En fin de trimestre, après un rebond des cours souvent très significatif et assez généralisé provoqué par les actions des banques centrales et des gouvernements, les marchés actions enregistraient des déclins de -21.1% pour les actions internationales et -11.8% pour les actions suisses. La zone euro semblaient alors la plus touchée par le Covid-19 et chutait de -25.2%. Alors que les marchés obligataires gouvernementaux profitaient de leur caractère défensif, les obligations « high yield » chutaient de -15.2%. Dans cette période d'ajustement au risque les obligations d'entreprises souffraient également et reconstituaient ainsi une prime de risque similaire à celle observée en 2008. Si l'immobilier suisse a d'abord bien résisté à cette ambiance de fin du monde, il a finalement subi, comme les autres actifs, des dégagements importants. Les performances de l'immobilier international (-28.5%) mesurées par les indices EPRA Nareit ont été plus sévèrement touchées que celles des marchés actions (-21.1%). Parmi les placements non traditionnels, le Private Equity enregistre une chute de -30.5%, à peine moins que celle des matières premières pénalisées

à court terme par la décision de l'Arabie saoudite de déclarer la guerre au pétrole de schiste américain responsable de la surproduction de brut mondiale. Dans les marchés de change, la volatilité est restée plutôt contenue, les trois principales monnaies (dollar, euro et yen) n'enregistrant que des fluctuations mineures pendant le trimestre contre le franc suisse. Dans cet environnement à haut risque pour l'équilibre du système financier, les réactions des banques centrales et des gouvernements ont été relativement rapides et d'une ampleur suffisante pour stabiliser les marchés financiers et provoquer un rebond des indices. Le paquet fiscal américain représente à lui seul 2 trillions de dollars de soutien financier aux entreprises, aux ménages et aux Etats fédéraux. Dans l'ensemble on estime à près de 10 trillions de dollars les montants consacrés par les banques centrales et les gouvernements dans les divers pays à la lutte contre les effets négatifs du Covid-19 sur le PIB mondial. S'il est encore tôt pour affirmer que ces plans seront suffisants, on peut tout de même constater qu'ils ont suffi à rassurer certains investisseurs. Il faudra peut-être une meilleure assurance que la crise sanitaire est sous contrôle pour qu'une tendance haussière durable s'installe. La crise du Covid-19 met en lumière cette interdépendance connue de la plupart des économies liées à la Chine, mais dont les effets négatifs n'étaient pas perçus avec autant d'acuité qu'aujourd'hui. Elle souligne brutalement la fragilité de ces économies et la limitation de leur capacité de réaction face à une crise externe, mais elle met aussi en évidence l'absence très dommageable d'anticipation sur les plans politiques et économiques. Lorsque l'économie mondiale se relèvera de cette crise, l'organisation de la production mondiale subira très certainement des ajustements significatifs qui constitueront alors sans aucun doute des opportunités de positionnement et d'investissement à long terme particulièrement intéressantes. A ce jour, la crise sanitaire semble avoir été contrôlée en Chine, dont l'économie tourne désormais à environ 60-70% de ses capacités. En Europe, le confinement pourrait bien durer jusqu'en mai, tandis qu'aux Etats-Unis, l'épidémie est très nettement en retard sur les développements observés dans les principaux pays industrialisés alors que le pays est devenu l'épicentre de la pandémie. Le deuxième trimestre 2020 devrait donc encore être marqué par des données sanitaires inquiétantes et par des statistiques économiques globalement négatives à l'exception de la Chine et d'autres pays asiatiques. Nous estimons toutefois très probable une nette relance de l'activité au second semestre. Sans exclure un regain d'incertitude et d'angoisse dans les marchés financiers au cours des prochains mois, les niveaux actuels de valorisation de certains actifs risqués semblent offrir des opportunités de repositionnement à long terme.

> Alain Freymond Associé CEO BBGI Group





### **BIG PICTURE**

# **Principales convictions**

- Une crise sanitaire sans précédent mais un choc conjoncturel temporaire
- Nouveau paradigme budgétaire sur fonds de paquets fiscaux exceptionnels
- Politiques monétaires totalement et durablement expansives
- Des conséquences inattendues pour les marchés des capitaux
- Opportunités de repositionnement sur les actifs « risqués »

# Une crise sanitaire sans précédent mais un choc conjoncturel temporaire

La crise sanitaire qui concerne désormais tous les pays et qui a forcé au confinement plus ou moins sévère près de la moitié de la population mondiale est une crise majeure et sans précédent. Cependant, les experts de la santé soulignent que si cette crise est sans aucun doute temporaire, il est clair qu'elle sera contrôlée différemment selon les pays et aura des effets plus ou moins grave sur leurs populations et leurs économies. Le caractère temporaire de cette pandémie semble maintenant démontré par les succès déjà obtenus par certains pays dans leur lutte contre le virus Covid-19 en Asie. Les facteurs essentiels d'une gestion efficace de la crise s'avèrent déjà être la capacité d'anticipation des gouvernements, la préparation des systèmes de santé à l'émergence d'un choc sanitaire, la capacité de communication et de réaction des autorités ainsi que l'adhésion de la population aux mesures indispensables prises par les gouvernements. A ce titre, la gestion de la crise par le gouvernement de Singapour sera sans doute encore longtemps citée comme l'un des meilleurs exemples de pilotage efficace de cette pandémie. Les marchés financiers ne se sont inquiétés des conséquences possibles de cette épidémie que lorsqu'il est apparu clair qu'une pandémie serait inévitable. Mais désormais la véritable question essentielle pour mesurer les effets de cette crise sur l'économie mondiale est d'en estimer tout d'abord la durée et l'amplitude. La Chine aura certainement contrôlé l'épidémie en trois mois au prix d'un confinement qui lui aura coûté un choc conjoncturel sans précédent. L'Europe et les Etats-Unis devraient être en mesure de contenir également leurs crises sanitaires dans un délai similaire. Toutes les économies ne seront néanmoins pas égales face au choc conjoncturel qu'elles vivront en raison de leurs stratégies de traitement spécifique de cette crise.

En termes de stratégie de placement et d'investissement, il est donc tout d'abord rationnel de considérer aujourd'hui que la crise sanitaire actuelle ne durera pas. En second lieu, il est important de considérer également qu'elle aura provoqué un choc conjoncturel majeur, d'amplitudes diverses selon les pays, mais temporaire. Dès lors, il devient essentiel d'estimer la capacité de reprise de la conjoncture une fois le choc passé pour déterminer quelles économies seront les moins affectées et le mieux à même de traverser cette crise.

# Nouveau paradigme budgétaire sur fonds de paquets fiscaux exceptionnels

Alors que la crise sanitaire en Europe entrait dans une nouvelle phase en Italie, puis en Espagne et touchait finalement toute l'Europe, les mesures de confinement totales dans certains pays ont logiquement fait craindre des effets très importants sur les perspectives économiques. En mars, il ne s'agissait plus de déterminer quelles seraient les perspectives de croissance, de ralentissement ou de récession, mais bel et bien d'apporter des réponses politiques aux décisions politiques prises par les gouvernements.

En mettant en œuvre des politiques de confinement visant à sauver les populations en dangers, les gouvernements créaient eux-mêmes de nouveaux risques majeurs pour la survie des entreprises et pour l'emploi. Rapidement conscients de ces risques, ceux-ci ont annoncés des mesures d'accompagnement exceptionnelles dont nous verrons ultérieurement si elles auront été suffisantes. Néanmoins, nous considérons que cette dynamique ne pourra pas être interrompue avant que la situation ne soit clairement normalisée. En zone euro, la mise en quarantaine des critères budgétaires est le symbole de ce nouveau paradigme. Aux Etats-Unis, le chiffre de 2 trillions de dollars de nouvelles dépenses budgétaires représente 50% de la taille du bilan de la banque centrale et 10% du PIB de 2019. Le déficit budgétaire américaine pourrait bien représenter 20% de son PIB en 2020.

Au cours des prochains mois, on devrait clairement assister à une hausse des déficits publics dans tous les pays en raison des paquets fiscaux exceptionnels qui seront mis en œuvre. Le financement de ces paquets fiscaux ne pourra évidemment pas être obtenu par une hausse des impôts, il sera donc exclusivement obtenu par une augmentation des émissions de dettes gouvernementales et par la souscription de ces dettes par les banques centrales en premiers lieux. Ce phénomène nouveau sera durable et développera des effets en 2021 encore.

En Suisse, la Confédération a annoncé des mesures de plus de 40 milliards de francs qui ne seront certainement pas financées par des rachats de titres de la BNS.

### Politiques monétaires totalement et durablement expansives

La banque centrale européenne a déjà annoncé qu'elle modifiera sa politique monétaire par diverses mesures et notamment par l'introduction du PEPP. Les rachats de dettes gouvernementales européennes seront augmentés en 2020 pour s'approcher de 1 trillion d'euros avec des assouplissements probables en matière de ratio d'emprise sur les émissions nationales. La baisse des taux d'intérêt n'a pas été considérée comme un facteur essentiel d'assouplissement monétaire en Europe, alors qu'aux Etats-Unis, la Fed décidait très rapidement d'exploiter sa marge de manœuvre plus importante et de corriger le niveau de ses taux directeurs pour les ajuster à la nouvelle situation. Désormais à nouveau à zéro, les taux directeurs américains doivent permettre d'abaisser le coût de financement des banques et de l'ensemble des agents économiques. La politique monétaire de la Fed est à nouveau résolument expansive. Le programme de rachat d'actifs initialement annoncé à 700 milliards sera finalement bien supérieur, car il faudra bien financer les 2'000 milliards de dépenses budgétaires entérinées par le Sénat et la Chambre des représentants. La plupart des banques centrales disposant d'une capacité d'action n'hésiteront pas à l'exploiter. Nous estimons dans ce contexte exceptionnel que la politique monétaire sur le plan international est à nouveau très accommodante et que la liquidité mondiale devrait s'accroitre très fortement au cours des prochains trimestres.





Il n'est toutefois pas impossible que les banques centrales modifient au second semestre leurs positions respectives sur la nécessité de mettre en œuvre ces politiques monétaires très accommodantes, mais il nous semble plus probable qu'une fois décidées, ces mesures de relance conjoncturelles seront mises en œuvre jusqu'au bout.

D'un point de vue de politique de placement et de valorisation des actifs financiers, ces mesures réduisent le niveau de risque global et accroissent la probabilité d'une sortie de crise de Covid-19 dans de meilleures conditions.

### Des conséquences inattendues pour les marchés des capitaux

Pour les marchés de capitaux, la baisse des taux directeurs et les risques de ralentissement durable après le choc initial de contraction conjoncturelle temporaire, sont des facteurs supportant la perspective de maintien de courbes de taux assez aplaties dans la plupart des devises. La crise du Covid-19 pousse dans un premier temps les taux courts et longs à nouveau à la baisse alors que le contexte initial pour 2020, hors Covid-19, semblait plutôt soutenir une remontée graduelle des taux longs. Au-delà de cette première réaction d'anticipation baissière des taux d'intérêt, la hausse des déficits publiques désormais attendues accompagnée par une monétisation des dettes gouvernementales par des injections de liquidités des banques centrales devrait développer de nouvelles inquiétudes et exigences des investisseurs. Une explosion de l'endettement et des déficits devrait avoir un impact sur les rendements exigés. Parallèlement, l'augmentation des incertitudes en matière économique et l'augmentation des risques de faillites et de défauts des émetteurs aura aussi un impact sur les rendements désormais exigés par les créanciers.

Nous avions averti il y a déjà plusieurs mois sur les similitudes qui existaient entre les niveaux extrêmement bas des primes de risques en 2008 et à la fin 2019, synonyme d'extrême complaisance des investisseurs et de risques majeurs de retour brutal de la volatilité des actifs financiers. Le réajustement attendu est en train de se mettre en place avec la reconstitution rapide de ces primes de risques dans les marchés du « high yield » notamment.

### Opportunités de repositionnement sur les actifs « risqués »

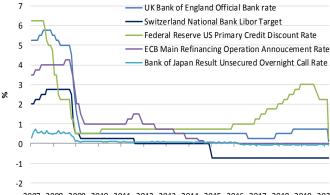
S'il semble difficile d'imaginer maintenant, alors que la crise est encore très présente dans les pays industrialisés, que l'économie mondiale va se remettre de la pandémie, c'est pourtant très certainement ce qui va se produire durant le 2ème trimestre pour l'Asie et le 3ème trimestre pour le reste des principales économies développées. En quelques jours, l'euphorie que nous dénoncions déjà en début d'année comme une complaisance irrationnelle des investisseurs à fait place à une phase de réajustement majeur des anticipations. Un vent de panique a balayé toutes les classes d'actifs sans distinction alors que le spectre d'une récession mondiale de grande ampleur devenait le scénario consensuel.

Aujourd'hui, après des corrections de valeurs d'environ -35% sur les marchés actions internationaux, la question se pose évidemment de savoir si les niveaux de valorisation sont encore excessifs ou s'ils constituent des opportunités de repositionnement à long terme.

Le principal frein à une décision de réinvestissement des liquidités et de rachat d'actifs risaués est pour l'heure l'absence de visibilité sur la reprise conjoncturelle et sur la capacité des entreprises cotées à traverser cette crise sans un choc durable sur la marche de leurs affaires.

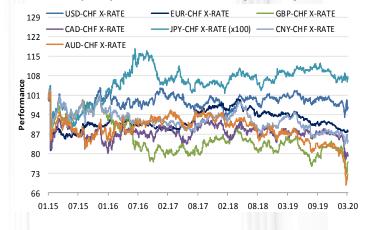
Néanmoins, il nous semble aujourd'hui que la plupart des facteurs d'analyse de risques et d'opportunités pointent vers un ratio de risque/ rendement favorable à un repositionnement partiel tout au moins sur les actifs rémunérateurs à long terme. En effet, les mesures de soutien décidées par les gouvernements et les banques centrales nous paraissent répondre rapidement aux besoins actuels et futurs à court terme de l'économie. Nous considérons que si tous les paramètres ne sont pas encore totalement au vert, la correction de -35% des valorisations constitue certainement un niveau d'ajustement suffisant pour une crise sanitaire et un impact économique temporaires.

### Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)

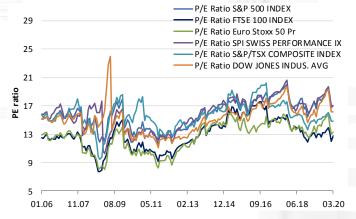


2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020

### 7 principales devises contre CHF (base 100)



### PE des marchés développés



### Taux gouvernementaux à 10 ans



06.14 12.14 06.15 01.16 07.16 01.17 08.17 02.18 08.18 03.19 09.19 03.20



### **Vue Globale**

- Contraction du PIB US avant une nette reprise 2ème semestre
- Deux trimestres difficiles pour l'UE avant un retour de la croissance
- Meilleure résilience conjoncturelle en Suisse
- Le PIB japonais devra attendre une reprise chinoise pour sortir de la récession



# Forte contraction du PIB américain au 2ème trimestre avant une nette reprise au second semestre

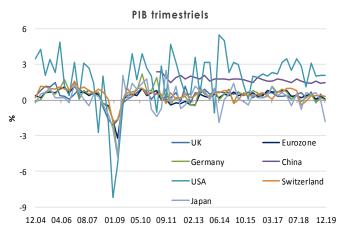
Les derniers chiffres du PIB au 4ème trimestre 2019 publiés le 26 mars, faisaient état d'une croissance de +2.1% qui semblait encore il n'y a que quelques semaines pouvoir être maintenue en 2020. Désormais, il est devenu particulièrement compliqué d'estimer l'impact sur la croissance au 2ème trimestre de l'émergence du Covid-19 et des mesures de confinement partiel ou plus complet prises par les différents Etats américains. Les indicateurs avancés ont aussi montré ces derniers jours un effondrement de la confiance et des perspectives, en particulier dans le secteur des services. Le PMI manufacturier a glissé de 50.7 à 49.2 en mars, montrant une meilleure résistance que la chute de 49.4 à 39.1 du PMI des services sur la même période. Le choc du Covid-19 est en train de bouleverser la conjoncture américaine qui avait été relativement immunisée au 1er trimestre. Une forte contraction de l'activité est ainsi très probable pour le 2ème trimestre dont l'ampleur sera difficile à estimer avant l'été. La nature du choc est tellement exceptionnelle qu'une estimation de l'impact au 2ème trimestre nous semble moins essentielle pour la gestion des risques et des opportunités en matière d'investissement que la détermination des probabilités de relance au second semestre de la plus grande économie au monde. L'évolution de la situation sanitaire aux Etats-Unis sera certainement différente de celle observée en Chine et en Europe. Aujourd'hui, il est particulièrement ardu de prévoir à quel rythme la relance conjoncturelle pourra se mettre en place aux Etats-Unis alors que le seul exemple de relance disponible concerne pour l'instant le marché chinois pour lequel nous ne disposons que de peu de données fiables. Si néanmoins l'exemple chinois peut constituer un guide pour estimer le délai de relance économique aux Etats-Unis, alors il est possible que le retour progressif à une activité normale ne soit pas attendu avant l'été. La synchronisation des cycles conjoncturels sera probablement plus favorable aux Etats-Unis, qui pourraient alors compter déjà en fin de 2ème trimestre 2020 sur une relance crédible en Asie et en Europe. D'autre part, la mise en œuvre très rapide par la Fed d'une nouvelle politique monétaire ultra-expansionniste pour contrer les

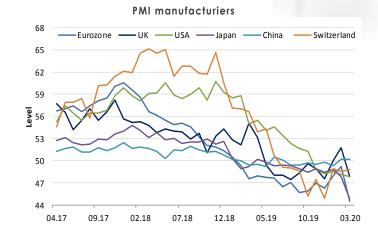
effets potentiel du Covid-19 sur l'économie américaine développera tous ses effets positifs dès la fin des mesures sanitaires. Le paquet fiscal et budgétaire sans précédent adopté dans l'urgence par le Sénat et la Chambre des représentants aura lui aussi un impact durable dont les effets multiplicateurs sur l'économie pourraient être très sensibles au second semestre.

### Deux trimestres difficiles pour l'UE avant un retour de la croissance

L'apparition du Coronavirus en Italie et sa diffusion dans l'ensemble de l'Europe depuis plusieurs semaines constitue un risque majeur et tout à fait nouveau pour la population européenne. Les gouvernements européens ont finalement réagi à cette crise sanitaire de manière très progressive et essentiellement sous la menace de la transmission aux autres pays de l'Union européenne de la crise sanitaire en évolution toujours plus dramatique en Italie. L'Europe n'avait finalement pas été affectée en 2003 par l'épidémie de SRAS et ne s'était donc pas préparée à l'arrivée d'un nouveau virus susceptible de l'atteindre.

Le traitement de la crise sanitaire en Europe a de ce fait été particulièrement chaotique en comparaison aux politiques mises en œuvre Asie. En ayant totalement sous-estimé ce risque avant l'émergence de la crise en Chine, puis pendant son développement en Asie, et finalement même lorsque les autorités italiennes ont averti de la gravité de la situation dans leur pays, les gouvernements européens n'ont eu d'autres solutions que de réagir dans la précipitation et avec des moyens qui s'avèreront certainement insuffisants et inadapté à une gestion responsable de cette crise. On a découvert depuis quelques semaines seulement la fragilité de nos économies lorsqu'une absence de préparation à un choc épidémique ne laisse en définitive que le choix du confinement pour mettre fin à la transmission du Covid-19. Partiel dans un premier temps et total probablement dans de nombreux autres cas, le confinement qui se met en place aura des effets dramatiques sur la croissance économique européenne à court terme. Bien sûr, la crise sanitaire finira par être surmontée dans quelques semaines ou mois en Europe également.







### SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE I Vue Globale

Le coût économique de cette absence de préparation sera globalement astronomique et le prix payé en vies humaines insupportable. Tous les pays n'auront pas le même bilan définitif, mais cette crise en cours marquera les consciences, changera les comportements et les politiques sanitaires. Il est également difficile dans la situation européenne actuelle d'évaluer l'impact sur la croissance du 1er et 2ème trimestre si les politiques sanitaires actuelles restent valides. La croissance en Italie, en Espagne et en France enregistrera un coup de frein bien supérieur à celui de l'Allemagne, si cette dernière peut éviter de mettre en œuvre un confinement total. En Europe également, il est plus important selon nous de déterminer quelles sont les réelles chances de succès des politiques monétaires et budgétaires qui ont été annoncées.

L'action de la BCE et celles des divers gouvernements européens venant au soutien de l'économie européenne sont dès lors véritablement indispensables pour protéger les populations des effets économiques de la crise sanitaire. Il est heureux de constater aujourd'hui que leur capacité de réaction est sur ce plan au moins encore assurée.

Nous estimons également qu'en Europe, le second semestre devrait être soutenu par le PEPP de la BCE et pas la relance budgétaire qui sera mise en œuvre plus largement grâce à la mise en quarantaine des principes de rigueur budgétaire de l'UE.

### Premiers signes crédibles de reprise en Chine

L'économie chinoise devrait terminer le 1er trimestre 2020 en enregistrant une croissance à peine positive malgré les mesures exceptionnelles prises pour lutter contre l'évolution de l'épidémie de Coronavirus. Une reprise de l'activité au 2ème trimestre pourrait soutenir une croissance de +2%. Sur l'ensemble de l'année, la PBoC attend une performance positive proche de +5.4% du PIB réel chinois, un taux de croissance qui semble aujourd'hui aussi le consensus des experts de la Chine. Ces estimations s'avèreront peut-être proches de la réalité, mais il est bien difficile d'estimer encore aujourd'hui l'impact réel de cette crise sur la performance de l'économie chinoise au 1er trimestre. Quoi qu'il en soit, ce qui nous semble essentiel aujourd'hui tient plus dans la réelle capacité de remise au travail durable de l'usine industrielle du monde que de l'amplitude de la crise « passée ».

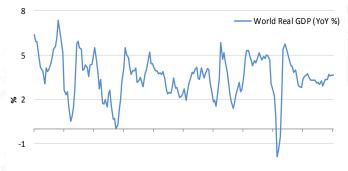
Les chiffres officiels des dernières semaines indiquent que les grandes entreprises chinoises ont repris le travail et tournent désormais à 80%-90% de leurs capacités. Les petites et moyennes entreprises ont eu plus de peine à reprendre leur rythme de travail et semblent déjà fonctionner à près de 60% de leurs capacités. On constate effectivement en fin de 1 er trimestre quelques améliorations de la situation sur certains indicateurs économiques importants en Chine. Une reprise de l'activité semble se manifester notamment dans le secteur des transports aériens, maritimes et sur le réseau routier chinois. Le secteur éolien de production d'électricité semble déjà avoir retrouvé environ 60% de son activité et pourrait déjà fonctionner à plein régime en avril.

La PBoC est convaincue que la Chine sera capable de retrouver au cours du 2ème trimestre déjà une croissance compatible avec son potentiel de croissance selon le vice-gouverneur de la banque centrale M. Chen Yulu

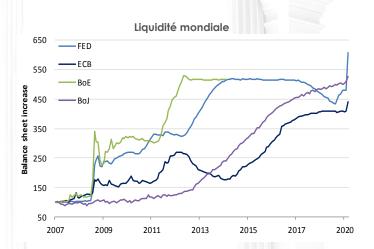
# Le PIB japonais devra attendre une reprise chinoise pour sortir de la récession

La contraction massive de l'activité en Chine au 1er trimestre touche depuis plusieurs semaines le Japon. La Chine est le premier partenaire commercial du Japon et les touristes chinois sont aussi les principaux voyageurs visitant le pays. L'économie chinoise à l'arrêt et l'interdiction de voyager toucheront durement l'économie japonaise au 1er trimestre 2020. L'évolution exponentielle des cas de Covid-19 a également freiné le tourisme international avant que des mesures gouvernementales plus sévères ne stoppent totalement les flux de population en mars. Dans ce contexte difficile pour le PIB

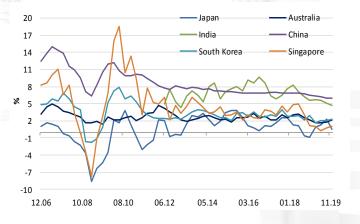
### Croissance réelle de l'économie mondiale

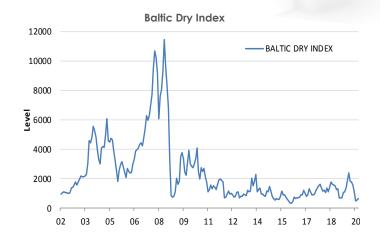






### Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)









du 1er trimestre en cours, une récession japonaise est désormais plus que probable après un dernier trimestre 2019 déjà négatif. Même dans l'éventualité d'un impact limité de l'épidémie de Covid-19 sur la croissance japonaise, le pays ne devrait pas être en mesure d'écarter un scénario de récession dans les prochains mois.

Une récession technique au 1er trimestre est pratiquement certaine et les chances d'enregistrer une croissance sur l'ensemble de l'année semblent désormais plus faibles. La troisième économie du monde pourrait bien ainsi enregistrer sa plus forte contraction économique depuis plus de cinq ans, les risques de récession sur l'ensemble de l'année sont estimés à 75%. Les effets du Covid-19 sur les principaux partenaires économiques chinois doivent encore être mesurés, mais la pression reste pour l'instant significative alors que la hausse du yen, recherché comme monnaie refuge pendant la crise financière en cours, continuera d'affecter négativement la compétitivité des exportations japonaises déjà mises à mal par la baisse de la demande internationale.

Le ralentissement conjoncturel attendu en Europe et aux Etats-Unis dans le contexte récent des mesures de confinement partiel ou total pris par les différents états aura également des effets tangibles sur la demande de produits japonais et sur les échanges commerciaux avec le Japon. Les exportations japonaises ne devraient donc pas pouvoir se redresser rapidement au 2ème trimestre dans cet environnement international encore négatif. La consommation qui s'était plutôt bien tenue pendant cette période ne manquera pas d'être affectée par la décision du premier ministre Abe de fermer temporairement les écoles et de restreindre les activités sociales dans le pays et les diverses mesures de confinement déjà prises. La récente chute des cours du brut sera un facteur positif pour l'économie japonaise largement dépendante de ses importations de pétrole, mais elle ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la consommation des ménages et l'investissement. La baisse du pétrole ne soutiendra donc pas la croissance japonaise, même si elle sera favorable à la balance commerciale.

Taux gouvernementaux à 2 ans

### 3.0 -UK 2.5 -USA 2.0 Eurozone 1.5 % 1.0 0.5 0.0 -0.5 -1.0 12.13 11.14 10.15 09.16 07.17 05.19 03.20 06.18 Taux gouvernementaux à 10 ans 5.0 USA Germany France Snain 4.0 3.0 **%** 2.0

09.16

07.17

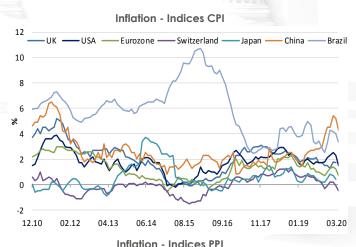
06.18

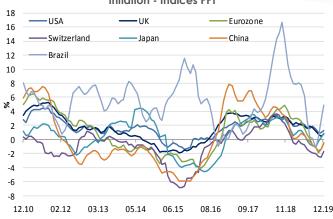
05.19

03.20

### Meilleure résilience conjoncturelle en Suisse

L'indice PMI manufacturier du mois de février progresse de 47.8 à 49.5. Sans être encore en mesure de dépasser le seuil de 50, cet indicateur enregistrait tout de même son meilleur résultat depuis la fin septembre 2019 et laissait présager également une relance conjoncturelle en début d'année en Suisse. Depuis plus d'un an, le PMI manufacturier suisse annonçait une chute de la production qui ne s'était toujours pas matérialisée et qui semblait au contraire se renforcer en septembre avant la baisse de la production en rythme annuel à seulement +1.3% annoncée au 4ème trimestre. Désormais, nous estimons que les risques pour le secteur manufacturier suisse sont à nouveau importants en raison des effets induits du Covid-19 sur l'économie mondiale qui n'épargnera pas notre pays. Le baromètre conjoncturel du KOF a montré un signal résolument optimiste en février en repassant au-dessus de la barre de 100 pour la première fois depuis le mois de septembre 2018. Cette amélioration devait être annonciatrice également de meilleures conditions conjoncturelles pour le début d'année 2020, mais elle ne devrait en définitive pas résister aux changements d'anticipations en cours, ainsi qu'à la prise en compte progressive des risques croissants liés au virus Covid-19. Les ventes aux détails ont débuté l'année de manière plutôt timide en glissant de -0.1%, peutêtre déjà en raison des incertitudes qui commençaient à apparaître en janvier. Si les indicateurs avancés semblaient offrir de meilleures perspectives en janvier et février dans une atmosphère étonnamment sereine malgré la situation décrite en Chine, la prise de conscience de l'importance réelle des nouveaux risques liés au Covid-19 de ces dernières semaines change désormais radicalement la situation et aura des effets majeurs sur les anticipations de tous. Dans ce contexte, nous nous attendons à un changement assez radical de l'analyse des risques, qui provoquera nécessairement et assez rapidement des ajustements d'anticipations visibles dans les chiffres publiés des indicateurs avancés ces prochains jours. L'économie suisse devrait également subir un ralentissement notable au 2ème trimestre essentiellement. Les mesures sanitaires de confinement relatif et partiel prises dans notre pays pourraient avoir un impact finalement plus réduit que dans d'autres pays voisins. Nous estimons que la reprise conjoncturelle devrait également être sensible au 2ème semestre grâce à une consommation domestiques toujours solide, des dépenses publiques croissantes et une reprise des exportations.





10.15

11.14

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

1.0

0.0

-1.0

01.14

### États-Unis

- Donald Trump capitule face à l'ampleur de la crise sanitaire aux Etats-Unis
- Donal Trump est-il en train de perdre l'élection présidentielle de 2020 ?
- 2 trillions de dollars pour contrer les effets du Covid-19



Donald Trump capitule face à l'ampleur de la crise sanitaire aux Etats-Unis

Le gouvernement américain a certainement sous-estimé les risques du Covid-19 pendant un peu trop longtemps. Le président Trump a en effet joué un rôle essentiel dans la gestion désastreuse de cette crise sanitaire aux Etats-Unis en ne voulant pas reconnaître dans un premier temps les risques réels que ce nouveau virus pouvait aussi faire courir à la population américaine.

Après avoir largement voulu minimiser les effets du Covid-19 en réduisant ce nouveau virus à une simple grippe, qui devait disparaître toute seule avec les beaux jours, le président américain a peut-être fait perdre un temps précieux aux autorités sanitaires du pays pour préparer la population et permettre au système de santé américain de se préparer à affronter dans de meilleurs conditions une crise similaire à celle que l'Europe était en train de vivre.

La prise de conscience est finalement intervenue après que les marchés financiers n'aient tiré la sonnette d'alarme en enregistrant l'un des plus rapide « bear market » de l'histoire boursière internationale. En considérant que les Etats-Unis étaient d'une certaine manière « immunisés » au Covid-19, le président américain n'a déclenché que très tardivement et à contre-cœur des mesures similaires à celles prises par les pays développés en soulignant très vite que les mesures de confinements ne dureraient pas et en arguant que la première puissance mondiale ne pouvait pas choisir un remède plus douloureux que le mal. Donald Trump ne veut donc pas courir le risque de voir la croissance américaine être pénalisée par les effets dommageables des mesures sanitaires indispensables pour protéger la population, mais celui-ci n'a désormais plus le choix.

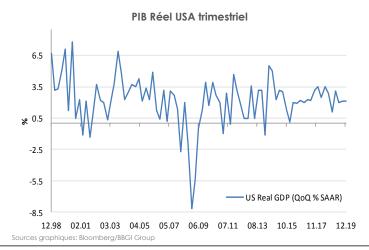
Le nombre de cas de Covid-19 est en train d'exploser très rapidement, comme celui des décès qui en quelques jours seulement replace les Etats-Unis au centre de la carte des pays déjà les plus touchés par le virus.

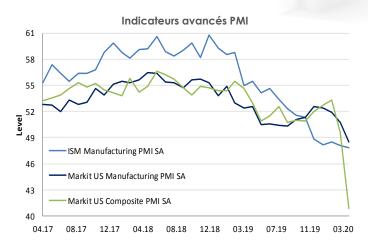
Nous l'avions déjà évoqué dans de précédentes analyses, les Etats-Unis ne traverseront pas mieux que les autres pays cette crise sanitaire, en dépit de la compétence et de l'excellence de leurs équipes de recherche et de leurs multinationales pourtant à la pointe de la technologie médicale.

En effet, le système de santé américain actuel n'est pas prêt à supporter le choc des nouveaux patients qui vont prochainement submerger ses hôpitaux. En nombre de lit par 1'000 habitants, les Etats-Unis ont en fait le pire ratio des pays du G7 avec seulement 2 lits, contre 8 au Japon par exemple.

Le système de santé pourra cependant compter sur la capacité des autorités à mettre sur pieds rapidement des solutions alternatives. Le monde avait été surpris de voir la Chine construire en quelques jours un hôpital de 1'000 lits dans la ville de Wuhan pour faire face à l'afflux de patients, l'arrivée d'un navire hôpital à New-York d'une capacité de 1'000 lits également est un exemple de ce qui pourra être apporté comme réponse dans les prochaines semaines à l'accroissement des cas de Covid-19 aux Etats-Unis.

Malgré les annonces du président américain sur la très prochaine réouverture du pays, il est essentiel de rester particulièrement prudent et objectif sur les futurs développements de l'épidémie et sur l'efficacité des mesures prises, avant d'envisager un retour à la normale pour le pays et pour l'économie américaine.





### Citigroup economic surprise index USA



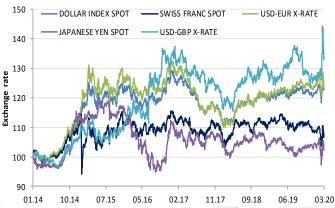
### Donal Trump est-il en train de perdre l'élection présidentielle de 2020 ?

Le président américain joue sans doute par ailleurs sa réélection en ce moment même. Nous avions évoqué en début d'année que les risques en 2020, pour des marchés financiers aux valorisations tout à fait excessives, nous semblaient devoir être moins liés à la question de la guerre commerciale qui avait été le facteur principal d'incertitude en 2019, qu'à de nouveaux facteurs et notamment par les chances de voir les démocrates gagner les élections présidentielles en novembre. L'investiture démocrate n'a pas encore adoubé Jo Biden, mais celui-ci devrait prochainement être le candidat nommé. Après avoir craint une investiture trop à gauche, que représentaient Bernie Sanders ou Elisabeth Warren, les démocrates ont désormais plus de chances de gagner l'élection présidentielle de novembre 2020 qu'avant la campagne d'investiture.

La crise du Covid-19 devrait durer quelques mois aux Etats-Unis et ne manquera pas d'être au centre des préoccupations des électeurs pendant la campagne. A l'heure où nous écrivons ces lignes, la courbe de progression des cas de Covid-19 aux Etats-Unis est la plus forte observée parmi les pays industrialisés. La vitesse de propagation de l'épidémie est ainsi supérieure après 25 jours à celle de la Chine, de l'Italie et de l'Espagne. Plus de 40% de la population américaine indique généralement ne pas vouloir s'adresser à un médecin en cas de maladie par peur de ne pas pouvoir en assumer les coûts. Si cette crainte devait subsister pendant le développement de l'épidémie, il est probable qu'elle constituerait un facteur aggravant de la transmission du virus et de ses effets. Certaines prévisions alarmantes suggèrent que le nombre de décès potentiels aux Etats-Unis pourrait atteindre 200'000 personnes, ce qui représenterait plus de cinq fois le nombre de décès officiellement répertorié à ce jour de près de 40'000 pour environ 800'000 cas de Coronavirus décomptés.

Le président américain n'est pas encore directement mis en cause pour sa gestion « légère » de la crise sanitaire, mais lorsque la situation sera sous contrôle, la campagne présidentielle pourra alors reprendre et sera très certainement fortement influencée par cette crise sans



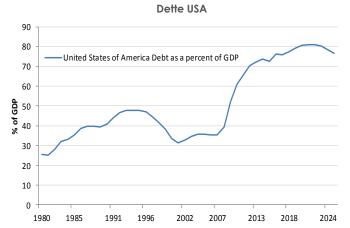


précédent. Donald Trump apparaîtra sans doute comme celui qui n'a pas pris au sérieux la santé de la population américaine en ne prenant pas en considération les avertissements et conseils de la communauté scientifique et des experts de la santé publique. Il risque fortement de pâtir de son absence criante d'empathie pour la population, malgré un plan de soutien de 2 trillions de dollars qu'il a effectivement soutenu.

### 2 trillions de dollars pour contrer les effets du Covid-19

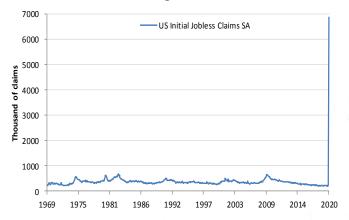
Le Sénat et la Chambre des représentants ont successivement voté un paquet fiscal sans précédent aux Etats-Unis de 2 trillions de dollars quelques jours avant la fin mars. En résumé, celui-ci est décomposé en cina principaux types de supports. Environ 500 milliards seront accordés en prêts pour les principales industries du pays, incluant 30 Mrds \$ pour les compagnies aériennes et 20 Mrds pour les sociétés considérées comme vitales pour maintenir la sécurité du pays. Un peu moins de 370 Mrds \$ seront accordés en prêts pour les petites et moyennes entreprises. 150 Mrds \$ seront dédiés aux gouvernements locaux ainsi qu'aux états américains et 130 Mrds \$ permettront de soutenir les hôpitaux. Des paiements directs de 1'200\$ seront octrovés aux individus gagnant moins de 75'000 \$ par an représentant environ 250 Mrds \$. Finalement, les allocations chômage seront augmentées à une compensation maximale de 600\$ par semaine, alors que les demandes d'allocation chômage ont explosé en une semaine de 282'000 (19 mars) à 3'283'000 le 21 mars.

Ce paquet fiscal sans précédent était attendu par les marchés financiers depuis quelques jours, dans l'espoir que celui-ci mette un terme à la spirale baissière qui avait déjà fait perdre plus de 30% de la capitalisation boursière totale des valeurs américaines. Le rallye boursier qui s'est mis en place dans les jours suivant a effectivement été motivé par ce stimulus fiscal et par les actions déjà annoncées de la Réserve fédérale américaine. Mais n'oublions pas que cela aura un impact sur le déficit public américain qui pourrait bien exploser et s'approcher de 20% du PIB !!!

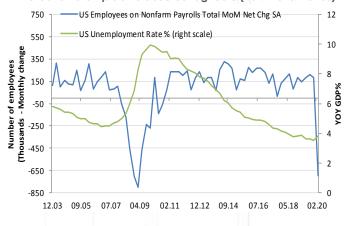




### Allocations chômage en milliers de demandes



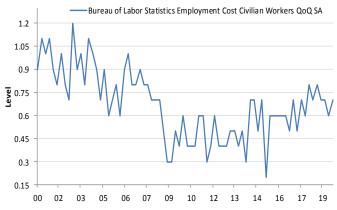
### Création d'emplois hors secteur agricole (var. mens. nettes)



### Taux annuel d'inflation USA 1914-2018



### Coût unitaire du travail (Employment cost index)



### La Réserve fédérale au bout de sa créativité?

La Réserve fédérale américaine a abaissé ses taux directeurs à zéro et renoue en 2020 avec sa politique de rachats de créances publiques. Pour faire face aux risques d'un effondrement de la production et de la consommation aux Etats-Unis liés au développement de l'épidémie de Covid-19, la Fed a finalement frappé très fort en abaissant à zéro ses taux directeurs et en annonçant un nouveau programme de rachats de titres obligataires estimés à environ 700 Mrds \$.

Le président de la Fed a une nouvelle fois affirmé que l'institution userait de toute la panoplie des outils à sa disposition pour soutenir le flux de crédit vers les ménages et les entreprises. C'est ce qu'elle a fait en annonçant avoir pris de nouvelles mesures d'exception pour lutter contre les effets du Coronavirus en créant notamment un nouveau mécanisme devant permettre un soutien plus direct aux ménages et aux entreprises.

La Fed a en effet créé une nouvelle facilité de crédit appelée PDCF pour Primary Dealer Credit Facility destinée aux banques normalement en charge de la distribution des obligations gouvernementales américaines. Le but de ce nouveau programme de soutien est de permettre à ces intermédiaires de prêter plus directement des fonds à ceux qui en ont besoin en raison du Covid-19.

La Réserve fédérale peut désormais compter également sur le plan de soutien adopté par le Sénat et la Chambre des représentants pour renforcer les effets positifs attendus de sa nouvelle politique expansionniste. La Fed pourra dans ce nouveau contexte augmenter ses rachats d'actifs de plusieurs trillions supplémentaires.

### Forte contraction du PIB au 2ème trimestre

Les derniers chiffres du PIB au 4ème trimestre 2019 publiés le 26 mars, faisaient état d'une croissance de +2.1% qui semblait encore il n'y a que quelques semaines pouvoir être maintenue en 2020. Désormais, il est devenu particulièrement compliqué d'estimer l'impact sur la croissance au 1er trimestre de l'émergence du Covid-19 et des mesures de confinement partiel ou plus complet prises par les différents Etats américains. Les indicateurs avancés ont aussi montré ces derniers jours un effondrement de la confiance et des perspectives, en particulier dans le secteur des services.

Le PMI manufacturier a glissé de 50.7 à 49.2 en mars, montrant une meilleure résistance que la chute de 49.4 à 39.1 du PMI des services sur la même période. Le choc du Covid-19 est en train de bouleverser la conjoncture américaine qui avait été relativement immunisée au 1er trimestre. Une forte contraction de l'activité est ainsi très probable pour le 2ème trimestre dont l'ampleur sera difficile à estimer avant l'été. La nature du choc est tellement exceptionnelle qu'une estimation de l'impact au 2ème trimestre nous semble moins essentielle pour la gestion des risques et des opportunités en matière d'investissement que la détermination des probabilités de relance au second semestre de la plus grande économie au monde.

L'évolution de la situation sanitaire aux Etats-Unis sera certainement différente de celle observée en Chine et en Europe. Aujourd'hui, il est particulièrement ardu de prévoir à quel rythme la relance conjoncturelle pourra se mettre en place aux Etats-Unis alors que le seul exemple de relance disponible concerne pour l'instant le marché chinois pour lequel nous ne disposons que de peu de données fiables. Si néanmoins l'exemple chinois peut constituer un guide pour estimer le délai de relance économique aux Etats-Unis, alors il est possible que le retour progressif à une activité normale ne soit pas attendu avant l'été.

La synchronisation des cycles conjoncturels sera probablement plus favorable aux Etats-Unis, qui pourraient alors compter déjà en fin de 2ème trimestre 2020 sur une relance crédible en Asie et en Europe.



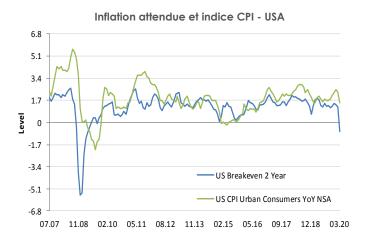
### Les taux d'intérêt en \$ sont proches de zéro

Les marchés obligataires ont très rapidement pris en compte en début d'année les risques économiques qu'un développement international de l'épidémie de Covid-19 en Chine pouvait avoir sur la croissance mondiale et celle des Etats-Unis, contrairement aux marchés actions qui n'ont finalement réagi que très tardivement à l'évolution de l'épidémie en pandémie. La chute des rendements du Trésor à dix ans de 2% en décembre 2019 à 0.31% au plus bas de la journée du 9 mars a été historique et précédait de peu la décision de la Fed du 15 mars d'abaisser ses taux directeurs à leur plus bas niveau historique.

La chute des marchés financiers qui s'est exacerbée dans la première quinzaine de mars a eu un impact négatif inquiétant sur le marché du crédit qui a vu une flambée des taux d'intérêt y compris sur le Trésor américain dont le rendement bondissait de 0.31% à 1.25% en sept jours. La Fed a dû soutenir la liquidité du marché du financement à court terme et reprendre ses achats de titres, dans un contexte secoué par les risques de disfonctionnement du système financier perturbé par des ventes forcées de tout type d'actifs y compris ceux généralement considérés comme sûr comme les obligations gouvernementales et l'or par exemple.

Le programme de rachat d'obligations gouvernementales devrait maintenir les taux longs gouvernementaux à des niveaux historiques aussi longtemps que les perspectives de sortie de crise sanitaire et de relance conjoncturelle sérieuse n'apparaissent.

### Balance commerciale - Trade-weighted US 120 0 -10 100 -20 80 -30 **8** 60 -50 40 -60 Dollar Index Spot (left scale) 20 -70 US Trade Balance of Goods and Services SA (right scale) 0 -80 2007 2009 2011 2013 2014 2016 2018 2020



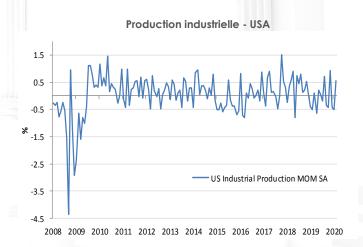
### Quelles perspectives pour les marchés actions?

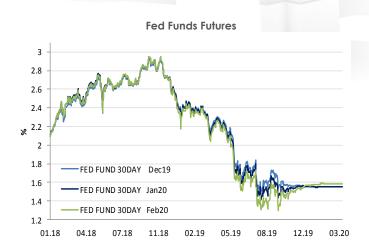
Nous l'avions évoqué avant la chute de ces demières semaines, le marché actions aux Etats-Unis était surévalué et la complaisance qui avait en particulier caractérisé la dernière phase de hausse des cours en janvier 2020, alors même que le Coronavirus frappait durement la Chine, était pour nous un signe d'irrationalité criante des investisseurs face à l'émergence d'un nouveau risque pourtant majeur.

Nous recommandions alors d'adopter une position défensive à l'égard des actions aux valorisations excessives. Aujourd'hui, la crise sanitaire mondiale touche également les Etats-Unis et Wall Street, dont les indices actions ont enregistré des chutes qui ont effacé plus de 35% de la capitalisation boursière américaine en seulement 20 jours. Il sera bien difficile au cours des prochaines semaines de déterminer rationnellement si les niveaux de cours des sociétés américaines cotées reflètent leurs « vraies » valeurs ou si ceux-ci sont encore excessifs aux vues des risques encore imprévisibles de dérapage conjoncturel.

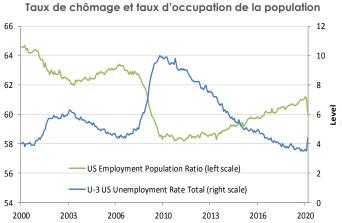
Les investisseurs attendaient des mesures concrètes pour se rassurer, ils n'ont pour l'instant pas été déçus par les mesures de soutien massives apportées. Nous avons annoncé ces derniers jours que le niveau de valorisation des marchés offrait selon nous dans ce contexte des opportunités de repositionnement à moyen-long terme.

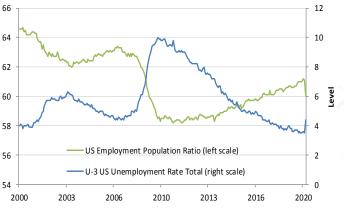
Cependant, aux vues de la vitesse à laquelle se développe le rebond des cours (+20%), nous recommandons de rester vigilant en n'écartant pas la probabilité d'un nouvel accès de faiblesse qui pourrait prochainement intervenir avant que ce qui semble être le plus court « bear market » de l'histoire ne se termine réellement.





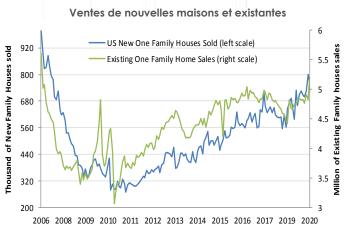
### SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE I États-Unis

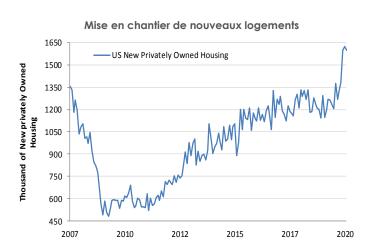












### Ecart de rendement Trésor US-BBB 10 ans 6 US Generic Govt 10 Year Yield 5.5 5 US Corp BBB/Baa - Treasury 10 4.5 3.5 % 3 2.5 1.5 1 0.5 0

2011

2009

2002

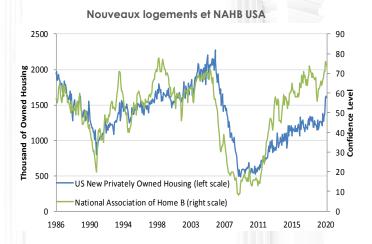
2004

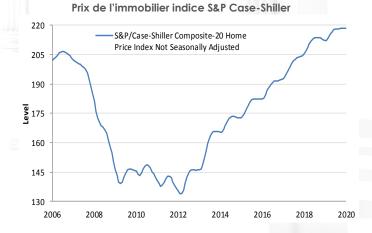
2006

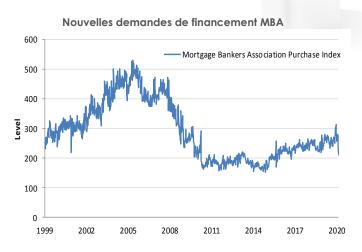
2013

2018

2020









### Suisse

- La croissance de +0.3% du PIB suisse au T4
   laissait espérer un bon début d'année 2020
- Au 4ème trimestre, la croissance était encore soutenue
  par la consommation privée et publique
- Amélioration des indicateurs avancés avant une probable dégradation majeure



Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays au 4ème trimestre de l'année 2019 qui font état d'une activité légèrement réduite par rapport au trimestre précédent (+0.4%). Ce résultat de +0.3% a cependant été un peu meilleur que ne l'attendaient les prévisionnistes qui estimaient la progression du PIB à seulement +0.2%. La première estimation du PIB réel pour 2019 fait état d'une croissance annuelle de +0.9%. En comparaison annuelle non ajustée, le PIB réel suisse a progressé de +1.5% en 2019, nettement moins que la hausse de +2.8% enregistrée en 2018. Ce résultat n'est finalement pas si décevant dans le contexte particulier de l'année 2019 qui a spécifiquement touché durement notre premier partenaire économique. La croissance allemande termine l'année en progression de seulement +0.3% sur un an. L'Allemagne a en effet enregistré un de ses plus faibles taux de croissance économique depuis 2008, ce qui a naturellement affecté notre économie.

Les craintes de récession et l'effondrement des taux d'intérêt consécutifs à ces incertitudes croissantes sur les perspectives de croissance économique ont finalement été excessifs en 2019, l'économie suisse a progressé à un rythme similaire à celui de l'ensemble de la zone euro (+0.9%). Le PIB réel ajusté du 4ème trimestre de la Suisse a ainsi avancé de 177.9 milliards à 178.5 milliards de CHF. En rythme annuel, le PIB suisse dépasse désormais 715 milliards de francs suisses. La situation économique internationale au 4ème trimestre n'a pas été très favorable à l'économie suisse qui a vu ses exportations souffrir d'une baisse de la demande. Les facteurs domestiques ont été un peu plus positifs, la demande intérieure a en effet permis de soutenir la croissance en fin d'année. La performance honorable de notre économie au 4ème trimestre devait, dans nos perspectives de début d'année, être suivie par un renforcement probable de l'activité en 2020. Nous avions évoqué en effet de meilleures perspectives en raison de la relance attendue de la croissance mondiale, suite notamment aux stimulations apportées par diverses banques centrales et gouvernements au second semestre 2019, qui devaient avoir des effets positifs visibles au premier semestre 2020 déjà.

PIB nominal - Taux de croissance Nominal et Réel 180000 Real GDP Growth QoQ Real GDP Growth YoY Constant 2000 GDP (right scale) 165000 Nominal GDP (right scale) 150000 % Real GDP 135000 GDP 120000 105000 90000 91 93 94 95 97 98 99 00 02 03 04 06 07 08 10 11 12 13 15 16 17 19



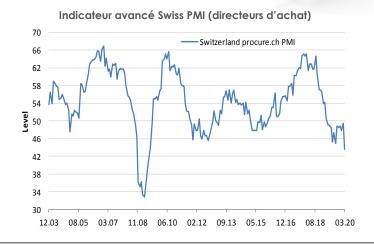
Nos anticipations ne peuvent évidemment pas être insensibles à l'émergence du nouveau facteur exogène très important qui s'est manifesté au cours des dernières semaines et qui aura sans aucun doute des répercussions très notables sur l'évolution de la demande internationale, mais aussi sur le comportement des ménages. Le scénario conjoncturel suisse et international relativement positif qui prévalait en début d'année ne peut désormais être maintenu et doit prendre en considération les impacts possibles des événements qui se sont produits en Chine depuis deux mois et qui commencent désormais malheureusement à atteindre d'autres régions dont la Suisse.

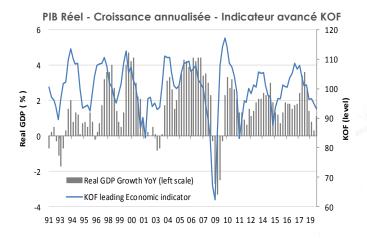
Au 4ème trimestre, la croissance était encore soutenue par la consommation privée et publique

La consommation s'est imposée ces derniers trimestres comme une composante essentielle et durable de la conjoncture dans notre économie. Sa contribution a une nouvelle fois été importante ce trimestre. La demande intérieure a en effet enregistré une hausse de +0.4% (+0.2% au T3). En comparaison avec le trimestre précédent, la consommation des administrations publiques est restée solide et en progression de +0.5%. La demande intérieure a donc globalement soutenu l'évolution du PIB au cours du trimestre, cette tendance devrait se poursuivre et s'affirmer en ce début d'année. La plupart des branches du secteur des services ont profité de cette augmentation.

Le commerce a ainsi enregistré une forte croissance (+1.2%), stimulée notamment par la vente de véhicules automobiles. De même, après deux trimestres négatifs, l'importante branche des services proches des entreprises, a timidement renoué avec la croissance (+0.2%).

L'administration publique (+0.5%) et le secteur de la santé (+0.5%) ont également livré des impulsions positives. Par contre, l'évolution en demi-teinte des trimestres précédents s'est poursuivie dans le secteur des transports et de la communication (-0.3%) et celui de la finance (-0.4%), toutes deux freinées entre autres par leurs activités commerciales internationales.

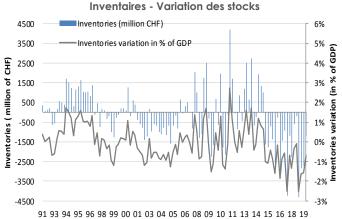




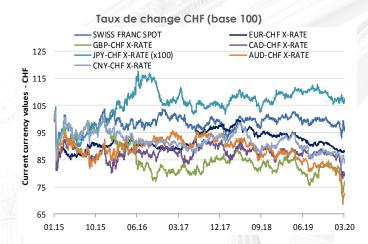
Dans l'ensemble, les exportations de services ont connu une croissance moyenne (+0.8%), tandis que les importations de services ont diminué (-1.8%). Renversement de tendance en ce qui concerne les investissements en biens d'équipement, largement influencés par l'environnement international encore incertain. Les investissements dans les machines et les équipements électriques ont reculé, alors que les investissements en biens d'équipement ont progressé de +2.4%. Quant au secteur de la construction, il profite d'une évolution positive (+0.4%), tout comme la valeur ajoutée dans le bâtiment et le génie civil (+0.9%). De son côté, le secteur manufacturier suisse marque à nouveau le pas. Après quatre trimestres de croissance supérieure à la moyenne, la valeur ajoutée a marqué le pas dans l'industrie manufacturière (0%). La situation internationale défavorable continue de grever les branches de l'industrie sensibles à la conjoncture, comme l'industrie des machines et des métaux, qui ont connu un nouveau recul des chiffres d'affaires. L'industrie chimique et pharmaceutique a certes soutenu la croissance économique en Suisse, mais elle n'a pas pu garder la dynamique des trimestres précédents. L'économie suisse terminait l'année sur une note positive et pouvait envisager une amélioration des perspectives pour 2020 soutenues par une poursuite de la tendance domestique favorable et une relance de la dynamique internationale. Désormais les craintes de ralentissement sont justifiées.

### Amélioration des indicateurs avancés avant une probable dégradation majeure

L'indice PMI manufacturier du mois de février progresse de 47.8 à 49.5. Sans être encore en mesure de dépasser le seuil de 50, cet indicateur enregistrait tout de même son meilleur résultat depuis la fin septembre 2019 et laissait présager également une relance conjoncturelle en début d'année en Suisse. Depuis plus d'un an, le PMI manufacturier suisse annonçait une chute de la production qui ne s'était toujours pas matérialisée et qui semblait au contraire se renforcer en septembre avant la baisse de la production en rythme annuel à seulement +1.3% annoncée au 4ème trimestre. Désormais, nous estimons que les risques pour le secteur manufacturier suisse sont à nouveau importants en raison des effets induits du Covid-19 sur l'économie mondiale qui n'épargnera pas notre pays. Le baromètre conjoncturel du KOF a montré un signal résolument optimiste en février en repassant



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

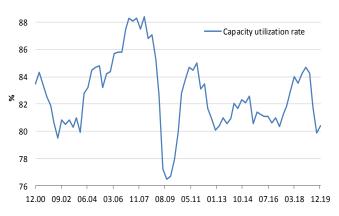


au-dessus de la barre de 100 pour la première fois depuis le mois de septembre 2018. Cette amélioration devait être annonciatrice également de meilleures conditions conjoncturelles pour le début d'année 2020, mais elle ne devrait en définitive pas résister aux changements d'anticipations en cours, ainsi qu'à la prise en compte progressive des risques croissants liés au virus Covid-19. Les ventes aux détails ont débuté l'année de manière plutôt timide en glissant de -0.1%, peut-être déjà en raison des incertitudes qui commençaient à apparaître en janvier. Si les indicateurs avancés semblaient offrir de meilleures perspectives en janvier et février dans une atmosphère étonnamment sereine malgré la situation décrite en Chine, la prise de conscience de l'importance réelle des nouveaux risques liés au Covid-19 de ces dernières semaines change désormais radicalement la situation et aura des effets majeurs sur les anticipations de tous. Dans ce contexte, nous nous attendons à un changement assez radical de l'analyse des risques, qui provoquera nécessairement et assez rapidement des ajustements d'anticipations visibles dans les chiffres publiés des indicateurs avancés ces prochains jours.

### Le Covid-19 pousse le franc à la hausse

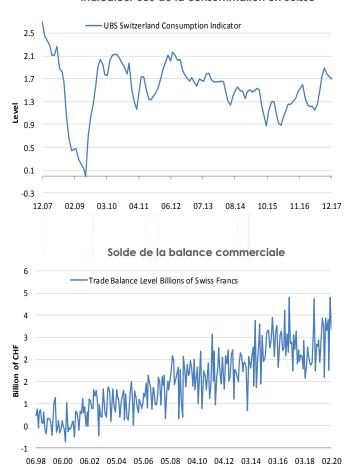
Nous attendions un 4ème trimestre 2019 plutôt stable pour le franc suisse et un début d'année marqué par une relative faiblesse, qui devait être soutenue par la reprise de l'activité économique internationale et par la diminution des incertitudes. Le franc suisse est en effet resté stable contre le dollar au 4ème trimestre et jusqu'au 21 février, oscillant autour du taux de change de 0.98. La demande de francs suisses qui devait se contracter dans un scénario conjoncturel mondial plus favorable s'est au contraire en quelques jours développée avec l'accroissement des risques liés au Covid-19. Il n'aura fallu qu'une décision de la banque centrale américaine de réduire ses taux directeurs de 50 points de base en prévision de nouvelles difficultés économiques pour que notre devise s'apprécie en sept jours de presque +4%, sensiblement plus que la hausse observée contre l'euro (+2.4%) depuis le début de l'année. S'il est vrai que le différentiel de rendement s'est réduit, nous estimons toujours que les taux positifs en dollar ainsi que des perspectives de croissance clairement supérieures aux Etats-Unis par rapport à celles des autres pays industrialisés justifient un accroissement de la demande de dollar et une hausse de la devise américaine.

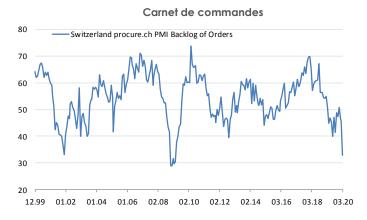




# Réserves de change de la BNS 900000 Switzerland Foreign Currency Reserves CHF 600000 600000 400000 200000 12.00 12.02 11.04 10.06 09.08 08.10 07.12 06.14 05.16 04.18 03.20

### Indicateur UBS de la consommation en Suisse





### Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### La BNS à nouveau dans les starting-blocks?

La BNS a encore annoncé récemment qu'elle considérait avoir une marge de manœuvre suffisante pour abaisser ses taux directeurs 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 encore réduit le différentiel de rendement sur lequel la BNS appuyait sa stratégie d'affaiblissement du franc et potentiellement perturbé sa politique. La hausse du franc est encore limitée dans le contexte pourtant de plus en plus inquiétant de l'apparition du Covid-19 en Suisse également. Le Covid-19 repousse clairement la perspective d'un futur nouvel épisode d'élargissement des écarts de rendement qui devait 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 euros et en francs suisses 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. Les rendements à dix ans entre le Bund allemand et la Confédération ne représentent plus que 0.18% en faveur des taux en euro. Pour l'instant, la vigueur du franc reste certainement acceptable pour la BNS qui attendra sans doute encore un peu avant de décider si une nouvelle baisse des taux directeurs doit être mise en œuvre.

### Le Covid-19 renverse la tendance sur les taux

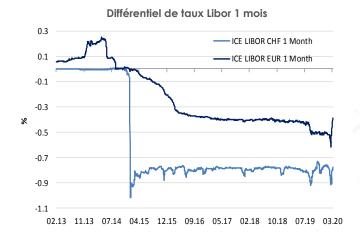
Nous relevions en septembre le caractère irrationnel de l'effondrement des rendements à dix ans de -0.5% à -1.12% en août en annonçant un probable rebond très sensible dès lors que les risques de récession seront enfin évalués rationnellement. Les derniers mois de l'année 2019 ont ainsi été marqués par une remontée graduelle des taux longs de -1.12% à -0.4% en début novembre qui devait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Cependant, dès le 13 janvier 2020, l'éclatement de la crise sanitaire en Chine a totalement renversé les anticipations de croissance dans le pays, soulevant de nouvelles incertitudes sur la croissance mondiale. L'épidémie de Covid-19 en Chine a progressivement été prise en considération dans la modélisation des risques pour l'année 2020, y compris sur le marché de taux en francs suisses. L'intérêt des investisseurs pour notre monnaie refuge a sans doute plus poussé la demande pour les obligations gouvernementales en francs que la prise en compte des risques de récession en Suisse, abaissant les rendements nominaux à dix ans de la Confédération à -0.85%. Si une pandémie finit par provoquer un net ralentissement conjoncturel mondial il faut aussi noter que les effets sur les prix à la consommation pourraient s'avérer plus inflationnistes selon l'évolution future de l'offre en particulier. A ce jour. L'inflation est à nouveau négative sur un an en Suisse (-0.1%), le rendement réel est ainsi de -0.5%.

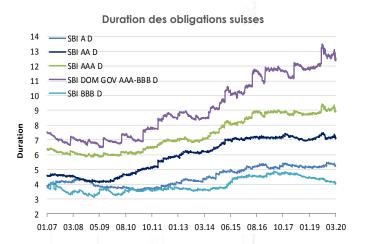
### La panique gagne les marchés actions

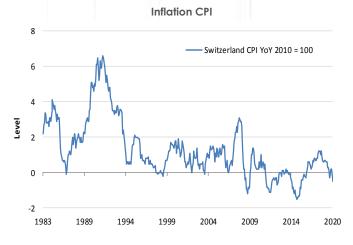
En début d'année, nous recommandions d'adopter une stratégie plus défensive en raison notamment du niveau de valorisation déjà élevé aux vues des réelles perspectives de croissance des profits en 2020 et de la complaisance extrême qui semblait caractériser le comportement des investisseurs face à l'analyse rationnelle des opportunités et des risques. La hausse des marchés actions des six premières semaines avait en effet étiré les valorisations et les niveaux de risque extrêmement élevés, ce qui ne semblait pas inquiéter la majorité des intervenants. Désormais, on constate que la survenance d'un nouveau facteur d'incertitude et de risque représenté par le Covid-19 renverse totalement les perceptions et provoque une phase de panique dans les marchés boursiers.

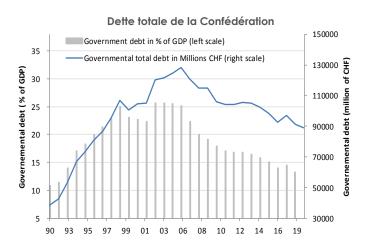
La correction de -13.5% du SMI depuis le 19 février pourrait tenter certains investisseurs, mais nous estimons dans le contexte actuel, que le principe de précaution prévaut nettement sur l'envie de profiter des baisses et de « jouer » un rebond des indices. Le flux de mauvaises nouvelles ne nous semble pas prêt de se tarir en Europe et nous recommandons dès lors encore la prudence dans cet environnement particulièrement incertain.







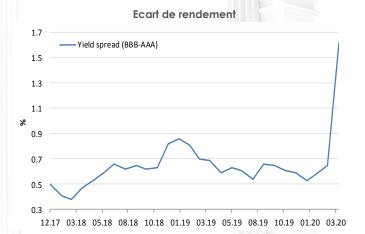


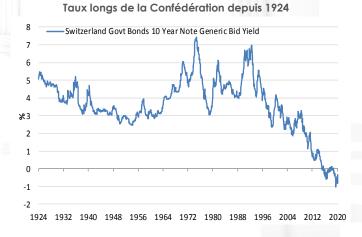


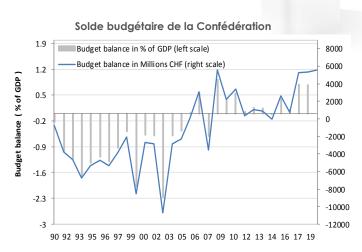
# Taux d'intérêt (Confédération, AAA, AA, A, BBB) SBI AAA Y SBI AAY SBI AY SBI BBB Y Switzerland Govt Bonds 10 Year



-2









### **Zone Euro**

- La BCE annonce un nouveau PEPP de 750 milliards
   visant à soutenir l'économie de l'UE
- Une action indispensable face aux risques considérables d'effondrement de l'économie
- La BCE doit rassurer les marchés sur la qualité de la dette des pays périphériques



La BCE annonce un nouveau PEPP de 750 milliards visant à soutenir l'économie de l'UE

La Banque centrale européenne a surpris tous les observateurs en annonçant la mise sur pieds dans l'urgence d'un nouveau plan de soutien appelé PEPP pour Pandemic Emergency Purchase Programme. La taille de ce plan d'urgence est considérable pour l'Union européenne et le bilan de la BCE actuel de 4700 milliards d'euros.

En comparaison internationale, le plan annoncé par la nouvelle présidente de la BCE est aussi conséquent et surprendra favorablement les investisseurs lorsque la vague de panique des dernières semaines sera passée. Un plan de 750 milliards d'euros qui sera injecté dans l'économie de l'Union européenne au cours des prochains mois et qui durera jusqu'en décembre 2020. Le 12 mars, la BCE avait déjà annoncé une enveloppe de 120 milliards d'euros et un statu quo sur sa politique de taux d'intérêt et décevait alors les marchés financiers, tandis qu'aux Etats-Unis, la Réserve fédérale agissait de manière plus décisive et plus convaincante. En annonçant par surprise cette mesure, la BCE s'apprête donc à injecter 870 milliards d'euros supplémentaires soit près de 20% de la taille actuelle de son bilan. L'action de la BCE représente environ 9% du PIB global (9'691 milliards d'euros) des dix-neuf pays membre de la zone euro, un montant considérable qui aura des effets durables sur les marchés des capitaux.

La BCE détient déjà une partie importante de la dette souveraine européenne et injecte déjà 20 milliards d'euros par mois. On estime a un peu plus de 700 milliards le stock actuel éligible de dette souveraine disponible. La BCE devra par ailleurs certainement réviser ses règles de répartitions pour permettre de réinjecter ces fonds sur de la dette souveraine italienne notamment. Depuis 2015, la BCE a considérablement augmenté ses encours d'obligations publiques européennes qui représentent à ce jour plus de 2'600 milliards d'euros.

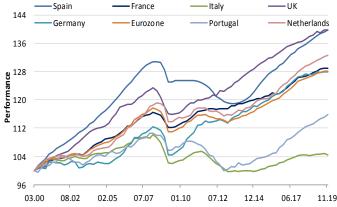
Une action indispensable face aux risques considérables d'effondrement de l'économie

L'apparition du Coronavirus en Italie et sa diffusion dans l'ensemble de l'Europe depuis plusieurs semaines constitue un risque majeur et tout à fait nouveau pour la population européenne. Les gouvernements européens ont finalement réagi à cette crise sanitaire de manière très progressive et essentiellement sous la menace de la transmission aux autres pays de l'Union européenne de la crise sanitaire en évolution toujours plus dramatique en Italie. L'Europe n'avait finalement pas été affectée en 2003 par l'épidémie de SRAS et ne s'était donc pas préparée à l'arrivée d'un nouveau virus susceptible de l'atteindre. Le traitement de la crise sanitaire en Europe a de ce fait été particulièrement chaotique en comparaison aux politiques mises en œuvre Asie.

Les stratégies sanitaires de pays comme Singapour ou la Corée sont aujourd'hui montrées en exemple par leur degré de préparation et d'anticipation à l'émergence de tels risques. L'heure n'est sans doute pas encore à l'analyse des responsabilités, mais viendra très prochainement le temps des questions sur l'absence totale de préparation des états développés, incapables de protéger leurs populations.

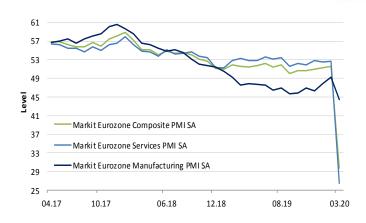
La pénurie de masques de protection et de solutions hydro alcooliques en Europe contraste avec l'extrême préparation d'autres populations en Asie. En ayant totalement sous-estimé ce risque avant l'émergence de la crise en Chine, puis pendant son développement en Asie, et finalement même lorsque les autorités italiennes ont averti de la gravité de la situation dans leur pays, les gouvernements européens n'ont eu d'autres solutions que de réagir dans la précipitation et avec des moyens qui s'avèreront certainement insuffisants et inadapté à une gestion responsable de cette crise.

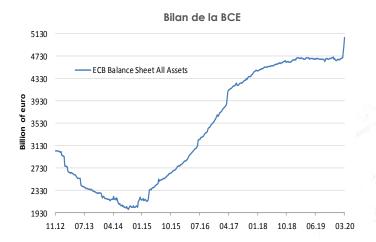
### Croissance du PIB—Euro-zone



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### PMI manufacturier, service et composite

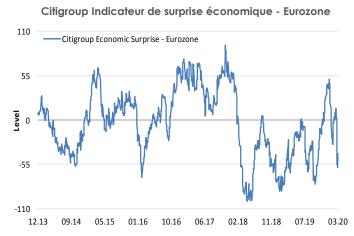




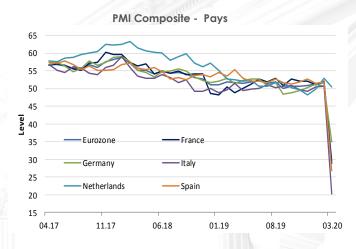
On a découvert depuis quelques semaines seulement la fragilité de nos économies lorsqu'une absence de préparation à un choc épidémique ne laisse en définitive que le choix du confinement pour mettre fin à la transmission du Covid-19. Partiel dans un premier temps et total probablement dans de nombreux autres cas, le confinement qui se met en place aura des effets dramatiques sur la croissance économique européenne à court terme. La panique boursière qui a finalement succédé à cette prise de conscience est certainement excessive malgré l'ampleur des risques et des effets potentiels de cette pandémie. Bien sûr, la crise sanitaire finira par être surmontée dans quelques semaines ou mois en Europe également. Le coût économique de cette absence de préparation sera globalement astronomique et le prix payé en vies humaines insupportable. Tous les pays n'auront pas le même bilan définitif, mais cette crise en cours marquera les consciences, changera les comportements et les politiques sanitaires. L'action de la BCE et celles des divers gouvernements européens venant au soutien de l'économie européenne sont dès lors véritablement indispensables pour protéger les populations des effets économiques de la crise sanitaire. Il est heureux de constater aujourd'hui que leur capacité de réaction est sur ce plan au moins encore assurée.

### La BCE doit rassurer les marchés sur la qualité de la dette des pays périphériques

La crise du Coronavirus a soudainement provoqué une prise de conscience de l'émergence de nouveaux risques en matière de croissance d'une nature tout à fait différente. Un confinement partiel ou total est une situation totalement inédite aux conséquences temporaires sur l'économie globale, mais qui pourrait avoir des répercutions plus durables pour certains secteurs d'activités, pour les PME en particulier et pour certains pays plus touchés. La crise provoquera une récession au 2ème trimestre, une désorganisation des chaînes de valeur, une hausse du chômage, une baisse de la consommation et d'autres effets négatifs qui vont conduire à une baisse des impôts perçus, à une augmentation des coûts de fonctionnement des états, à une progression des dépenses de santé, des déficits publics et finale-



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



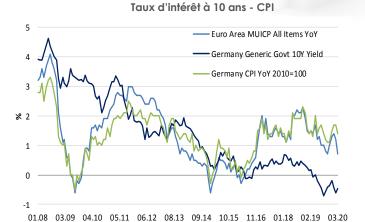
ment à une hausse de l'endettement. La chute des marchés financiers est à la mesure de cette prise de conscience et du retour de l'aversion pour le risque. Il est dès lors essentiel de rassurer les investisseurs également que cette crise ne provoquera pas les mêmes inquiétudes que celles qui se sont développées entre 2010 et 2013 pendant la crise de la zone euro, pendant laquelle une hausse des taux des pays périphériques avait conduit à une récession et au risque d'éclatement de l'euro.

La BCE doit éviter une hausse des taux sur les pays jugés plus risqués comme l'Italie et l'Espagne; elle s'engagera sans doute un peu plus encore pour empêcher que le doute ne s'installe. La hausse des dépenses publiques, indispensable à la protection des entreprises et des particuliers affectés par cette crise, pèsera lourdement sur les budgets nationaux en zone euro et sur les déficits en 2020.

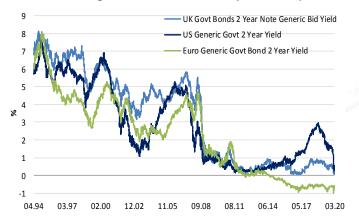
Une hausse de l'endettement des états en sera la conséquence déjà parfaitement prévisible et qui a déjà rapidement provoqué une remontée des rendements sur les dettes publiques des états périphériques depuis dix jours.

### Renversement de tendance sur les taux longs

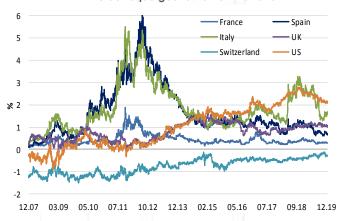
Depuis le 21 janvier 2020, les premières manifestations d'une prise de conscience de la gravité potentielle de l'épidémie de Coronavirus en Chine touchaient les marchés financiers et le marché de capitaux en euros. La première réaction, qui s'est ensuite amplifiée jusqu'au neuf mars, a d'abord été de considérer les risques conjoncturels et la nécessiter de devoir ajuster les taux d'intérêt à cette nouvelle menace potentielle sur l'économie mondiale et la zone euro en particulier. Les taux longs du gouvernement allemand ont ainsi d'abord chuté de -0.4% à -0.85%, tandis que les taux du gouvernement italien tombaient de 1.4% à 0.84% pendant la même période entre le 21 janvier et le 9 mars, date de l'annonce du confinement du nord de l'Italie.



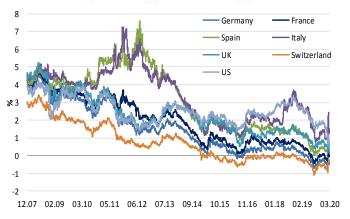
### Taux gouvernementaux à 2 ans (US, Euro, UK)



### Prime de risque gouvernement vs Bund



Taux à 10 ans des obligations gouvernementales







Cet événement marque le changement radical d'appréciation de la situation conjoncturelle en Italie et plus généralement dans tous les pays pouvant être touchés par des mesures similaires. Après quelques jours de baisses des taux d'intérêts à des niveaux historiquement bas, la plupart des marchés de taux ont suivi une tendance haussière similaire.

Les investisseurs prenaient dès lors conscience que désormais une gestion de la crise sanitaire pouvait passer par un confinement de la population et un arrêt potentiellement total de l'activité économique dans n'importe quel pays. Les effets sur les budgets des états, les risques de forte hausse des déficits et des besoins de financement dépassaient rapidement les anticipations de baisses de taux longs.

En quelques jours seulement les taux italiens se sont tendus et ont triplés passant de 1% à 3% (18 mars) avant que la BCE n'intervienne pour rassurer les marchés. L'annonce du plan PEPP semble fonctionner puisque deux jours plus tard les taux sur la dette italienne se stabilisent à 1.6%. En Allemagne la remontée des rendements a été spectaculaire, mais ceux-ci se situent aujourd'hui (-0.2%) à peine au-dessus de leur niveau du 21 janvier (-0.25%).

### Repentification durable de la courbe des taux ?

Le PEPP de la BCE devrait jouer un rôle de stabilisateur de rendements relatifs entre les divers pays de la zone euro. On constate, deux jours après son annonce, que celle-ci a déjà permis de calmer les inquiétudes des investisseurs comme le suggère la chute de 3% à 1.6% des taux à dix ans du gouvernement italien.

Cependant, le renversement de la perception des risques observable dans d'autres pays européens suggère qu'une repentification des rendements est en cours. Les rendements à dix ans du Trésor français ont aussi bondi de -0.4% à +0.35% avant de profiter eux-aussi de la décision de la BCE. Les achats de la BCE devraient donc freiner ce processus qui a pourtant des fondements rationnels dans le contexte prévisible d'une hausse généralisée de l'endettement des états.

### Monétisation des déficits publics, inflation et rendements réels

La BCE va donc rapidement devoir totalement monétiser l'accroissement des dépenses publiques en achetant les nouvelles dettes publiques émises pour contrer les impacts de la crise sanitaire. En d'autres termes, cette monétisation des nouvelles dettes représentera une création monétaire qui va s'apparenter à une politique d'« Helicopter Money ». Le Coronavirus aura comme effet en zone euro d'augmenter les déficits budgétaires et la dette, dont la proportion en pourcent du PIB avait déjà progressé de 65% à plus de 90% entre 2008 et 2014. Après une période de réduction de ce ratio à 85% en 2019, il devrait donc reprendre l'ascenseur en 2020. Un autre facteur est désormais à prendre en considération dans ce nouveau contexte de politique monétaire, il s'agit d'une relance du risque d'excès d'accroissement de l'offre de monnaie aux conséquences potentiellement inflationnistes.

En zone euro, la base monétaire a augmenté de 200% pendant la crise financière. De 1'000 milliards d'euro en 2008, elle a désormais atteint plus de 3'100 milliards d'euros. En décidant de monétiser près de 900 milliards de nouvelles dépenses gouvernementales, la BCE accepte d'augmenter une nouvelle fois de manière extrêmement importante sa base monétaire. Mais la BCE n'est pas la seule à agir de la sorte puisque la politique américaine suit déjà cette politique. Ce type de stratégie devrait avoir un impact plus ciblé que les précédents QE et pourrait développer des effets inflationnistes supérieurs soutenant les objectifs déclarés des banques centrales et réduisant d'autant les rendements réels.



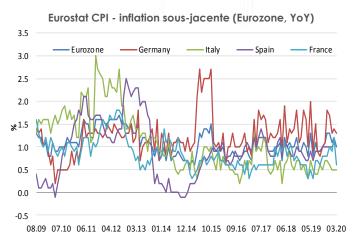
### L'euro n'est pas une monnaie refuge

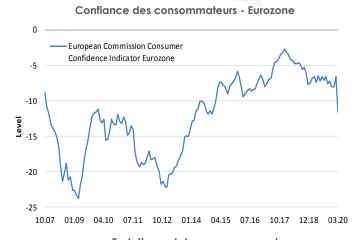
La devise européenne souffre depuis quelques semaines de plusieurs facteurs pénalisants. La chute des perspectives de croissance en zone euro est clairement plus importante que la baisse des anticipations pour les Etats-Unis notamment.

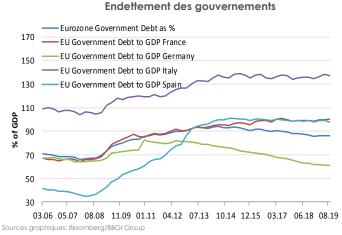
Le niveau bas de taux d'intérêt a longtemps été un facteur négatif, mais celui-ci s'est rapidement normalisé après l'abaissement des taux directeurs américains. Il reste que l'euro pointe à la 4ème place des devises refuges parmi les devises faisant partie des droits de tirages spéciaux du FMI. Le dollar, le yen et le franc suisse sont en général recherchés pendant les crises de confiance, ce qui s'est produit au cours des dernières semaines.

# Actions européennes et immobilier titrisé offrent des perspectives d'investissement

La crise du Coronavirus a impacté un peu plus durement les actifs en euros que d'autres, les corrections des actions et des titres du secteur immobilier ont en effet été fortes et enregistrent des baisses de plus de -40% dans de nombreux cas.



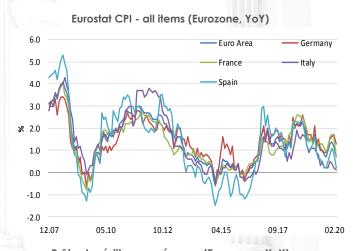


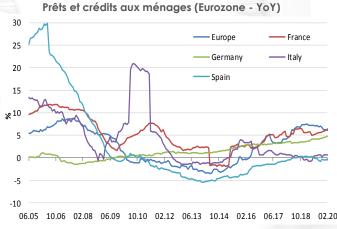


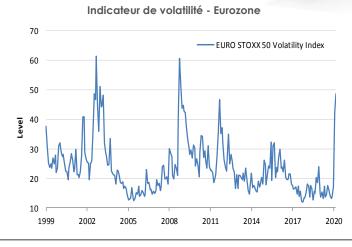
La performance des actions européennes (-40%) depuis le 21 février s'est donc avérée largement inférieure à celle du marché américain, limitée à -32% à ce jour. La chute des cours boursiers de ces derniers jours a largement précédé le processus d'ajustement des bénéfices attendus pour l'exercice 2020. Celui-ci prendra certainement plusieurs semaines, voire plusieurs mois, avant que les perspectives se rationnalisent.

Le contexte macro-économique encore très incertain pour les prochains mois ne manquera pas de provoquer des sursauts de volatilités et des risques de nouvelles baisses de valeurs. Cependant, le niveau de valorisation actuel de 10.4x les profits 2020 (non révisés) pour les sociétés européennes se compare à une valorisation de 14.3x pour les titres du S&P500.

Dans cet environnement, il nous semble que les chutes de valorisation ont très nettement réduit les risques de positionnement pour des investisseurs orientés à long terme et recommandons une stratégie désormais plus positive et constructive pour ces deux classes d'actifs avec un horizon temps de douze mois.







## Royaume-Uni

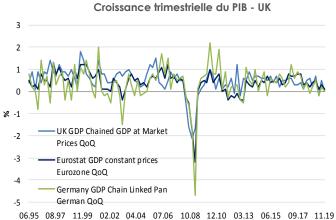
- Boris Johnson fait volte-face et renonce à sa stratégie dite de « l'immunité de masse »
- Virage à 180 degrés en matière de politique économique : plan de relance
- La BoE annonce des mesures exceptionnelles
- Les indicateurs avancés ne permettront pas d'évaluer les risques réels

de récession

Boris Johnson fait volte-face et renonce à sa stratégie dite de « l'immunité de masse »

Après avoir développé une stratégie inédite et contraire à celles misent en œuvre par tous les gouvernements de pays touchés par le Coronavirus, le premier ministre Boris Johnson fini par se ranger aux avis des experts. Pendant quelques jours le premier ministre britannique a exposé une stratégie pour le Royaume-Uni qui visait à tenter une théorie de « l'immunité de masse » pour la population britannique. Cette théorie du pire pouvait aboutir à une contamination de 80% de la population et espérait que la majorité des britanniques développerai dans ce contexte une immunité naturelle. La logique de cette approche étant que lorsqu'un nombre suffisant de personnes auront développés des anticorps, l'épidémie cessera. Les experts scientifiques avaient évalué à près de 250'000 le nombre potentiel de morts si cette politique était suivie en raison du probable débordement total du système de santé britannique qui aurait sans doute lieu. Heureusement pour les britanniques, la politique prônée par Boris Johnson face à l'épidémie de Coronavirus au Royaume-Uni n'aura pas résisté longtemps à l'analyse scientifique et aux critiques qui ont été opposées ces derniers jours à cette politique du pire. C'est sans doute un rapport de l'Imperial College de Londres rendu public cette semaine, qui soulignait le risque de compter plus de 500'000 morts dans le pays si on adoptait une stratégie de laisser-faire sans aucune mesure de lutte contre la propagation du virus, qui a décidé le gouvernement à changer de stratégie.

Finalement le Royaume-Uni a donc rejoint le club des pays recommandant à leur population d'adopter des pratiques adaptées à la gravité de la situation. Mais pour l'heure, aucune mesure radicale comme celles prises dans la plupart des pays européens n'a été annoncée, telles que les fermetures d'écoles, de restaurants, bars et autres lieux publics. Compte tenu de la relative faiblesse du système de santé existant au Royaume-Uni, cette volte-face de Boris Johnson est certes bienvenue. Cependant, il est probable que les mesures annoncées finalement ne soient que très insuffisantes pour permettre au pays de lutter efficacement contre l'épidémie en cours.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



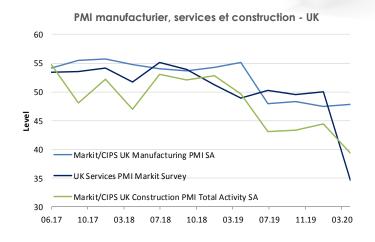
En comparaison internationale, le Royaume-Uni dispose de la plus faible capacité d'accueil de patients lorsqu'on la mesure en nombre de lit par 1000 habitants. Avec seulement 2 lits disponibles, le ratio britannique est inférieur à ceux de l'Italie, de l'Espagne (3) et de la Chine (4). Il est de très loin en-dessous des ratios français (6) ou allemand (8) et six fois plus faible que ceux du Japon ou de la Corée du Sud qui affichent des ratios supérieurs à 12 lits par 1000 habitants. Le Royaume-Uni devrait donc être plus largement touché que les autres pays européens par l'évolution actuelle de l'épidémie de Coronavirus. En termes d'impact sur la croissance économique, la stratégie actuelle pourrait avoir dans un premier temps des effets plus limités en raison du maintien de l'activité dans la plupart des secteurs. Les services et la consommation devraient ainsi être peu affectés initialement tout au moins

# Virage à 180 degrés en matière de politique économique : plan de relance

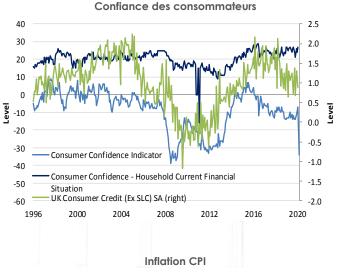
La volte-face de Boris Johnson sur le plan de la gestion de l'épidémie n'est pas la seule surprise puisque ce dernier réalise également un changement majeur de politique économique face à la crise actuelle. Le premier ministre et son gouvernement renversent en effet la table et adoptent une stratégie économique contraire à leur principale doctrine d'austérité budgétaire.

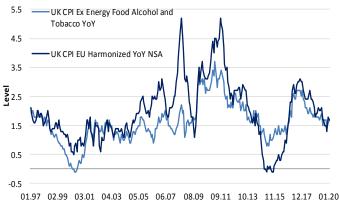
Le nouveau ministre des finances Rishi Sunak, qui n'a pris ses fonctions que depuis quelques semaines, a annoncé un plan de relance de 30 milliards de livres sterling visant à soutenir l'activité économique, déjà fragilisée avant l'émergence de la crise du Covid-19.

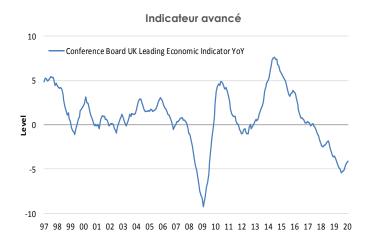
Environ 12 milliards de livres sterling seront avancés pour répondre aux exigences immédiates de la crise sanitaire. 18 autre milliards seront débloqués pour stimuler l'économie par des dépenses de services publics et d'infrastructure.



### Taux gouvernementaux UK à 2 ans et 10 ans 11 UK Generic Govt 10Y Yield 2.5 UK Govt Bonds 2 Year Note Generic Bid Yield 2 Interest rate spread: UK Govt 10Y yield-Germany Govt 10Y yield (right scale) 1.5 0.5 -0.5 1992 1996 2000 2004 2008 2012 2016 2020







Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

D'autres mesures incluant des garanties de prêts portant sur 330 milliards de livres, soit 15% du PIB britannique et près de 20 milliards de livres de baisses d'impôts pour les entreprises cette année ont été annoncées. Après une décennie d'actions de soutien à la croissance presque exclusivement menées par les banques centrales on redécouvre dans l'urgence face à la crise du Covid-19 les mérites des actions de relance budgétaire des états et la nécessité d'accompagner les actions des banques centrales déjà très actives en adoptant des mesures plus directes de soutien à l'économie réelle.

### La BoE annonce des mesures exceptionnelles

Nous attendions une baisse des taux directeurs de la Bank of England en ce début d'année dans le contexte de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, mais c'est finalement l'urgence de la crise sanitaire mondiale qui aura décidé l'institution britannique à ajuster plus rapidement ses taux directeurs en les abaissant de 50 points de base, de 0.75% à 0.25%. Cette première action de la BoE est intervenue avant la réunion ordinaire du comité de politique monétaires pour soutenir l'économie britannique fortement menacée par le Coronavirus, alors qu'elle était déjà en très nette perte de vitesse en fin d'année 2019. La BoE a donc voulu rassurer les marchés financiers en abaissant à nouveau à leur plus bas niveau les taux directeurs britanniques. Elle a par ailleurs annoncé qu'elle assouplirait les conditions de solvabilités et les ratios imposés aux banques, ainsi que la création d'un nouveau mécanisme devant permettre de soutenir les PME. L'institution reconnait que le Coronavirus va poser des problèmes significatifs dans les chaînes de production et d'approvisionnement qui provoqueront un ralentissement probable de l'activité économique. Mais elle considère aussi que ces perturbations dommageables seront certainement temporaires. Une semaine plus tard, la BoE abaisse une nouvelle fois ses taux directeurs de 0.25% à 0.1% et annonce une relance de son programme d'achat de titres de 200 milliards de livres sterling à 645 milliards. Ces nouvelles munitions seront utilisées pour racheter de la dette gouvernementale et de la dette « corporate ». Ces dernières mesures ont été prises lors d'un meeting extraordinaire du comité de politique monétaire le 19 mars et visent évidemment à rassurer tous les acteurs de l'économie britannique que la banque centrale fera tout ce qui est en son pouvoir pour limiter le plus possible les effets négatifs du Coronavirus sur l'ensemble du tissu économique du Royaume-Uni.

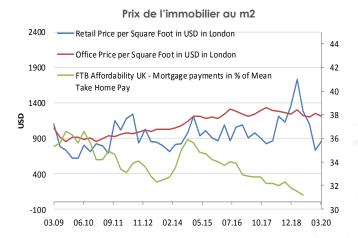
# Les indicateurs avancés ne permettront pas d'évaluer les risques réels de récession

Les derniers chiffres du PIB publiés pour l'économie britannique montraient une croissance de +0.1% sur trois mois à la fin janvier 2020 et de +0.6% sur un an. Le segment manufacturier chutait de -1.2% sur trois mois, faisant craindre que la petite embellie qui avait suivi l'élection de Boris Johnson serait de courte durée. L'économie était donc déjà en très nette perte de vitesse et proche d'une récession avant l'éclatement de la crise du Coronavirus. La production industrielle de janvier repassait en territoire négatif sur un mois (-0.1%) pour s'afficher en baisse de -2.9% sur un an. La faiblesse de la conjoncture au Royaume-Uni contrastait déjà avec la vigueur retrouvée des indices PMI en très net rebond pourtant depuis la fin décembre. L'indice composite bondissait en effet de 49.3 (décembre) à 53.3 en janvier, son plus haut niveau de confiance depuis octobre 2018, et restait encore solide (53) en février, malgré l'incertitude et la progression des risques liés à l'épidémie. Dans le contexte des dernières semaines particulièrement perturbé sur le plan financier, nous estimons que l'inquiétude liée à l'évolution de la crise sanitaire qui touchera le Royaume-Uni provoquera une chute très nette des indicateurs avancés.

Malgré les mesures de soutien évoquées, les indices PMI devraient nettement repasser en-dessous de 50 et accroître la perception des risques des investisseurs pendant plusieurs mois. Nous estimons que les mesures de soutien annoncées ne pourront très certainement pas être prises en considération rapidement dans la plupart des mesures habituelles de sentiment. Les indicateurs avancés ne seront donc sans doute pas de très bons guides pour tenter d'évaluer les réels risques qui menacent l'économie britannique. Il s'agira donc de prendre avec beaucoup de précaution les futurs signaux qui ne manqueront pas pourtant d'être analysés par la plupart des observateurs de la même manière que par le passé.



### SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE I Royaume-Uni



### Détérioration de la confiance des ménages

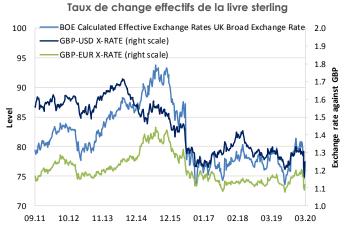
L'indicateur de confiance qui était déjà au plus bas des six dernières années en début 2019 est resté faible jusqu'en novembre avant les élections législatives. Dans un contexte pourtant toujours solide pour le marché du travail, cette absence de confiance était essentiellement due aux incertitudes liées au Brexit et maintenait les consommateurs dans une attitude de « wait and see ».

Aujourd'hui la crise sanitaire ne s'est pas encore réellement développée au Royaume-Uni, mais nos anticipations sur son évolution sont plutôt pessimistes. Le faible degré de préparation du système de santé pourrait exacerber cette crise qui nous semble devoir développer des effets plus anxiogènes sur la confiance des ménages au cours des prochaines semaines. Cet environnement ne sera pas propice à la consommation, à l'investissement et au marché immobilier.

En l'absence de mesures plus radicale de fermetures des écoles, des lieux publics et de mesures de confinement, l'économie britannique pourrait toutefois montrer quelques signes de résilience. Mais une remontée du taux de chômage et une diminution de créations d'emploi accompagneront certainement une nouvelle baisse du sentiment. La consommation privée devrait faiblir et ne pourra pas être compensée par une hausse des dépenses et des investissements des entreprises. Les dépenses publiques devraient donc être l'un des facteurs de soutien du PIB.

### La volatilité n'épargne pas le marché des capitaux

Les incertitudes liées à l'apparition en Europe de cas de Covid-19 ont poussés les taux longs à la baisse dès la mi-janvier avant de provoquer une chute drastique des rendements sur le Trésor britannique de 0.6% le 21 février à 0.075% le 9 mars. Les actions de soutien conjoncturel annoncées par la BoE et par le gouvernement britannique ont convaincu certains investisseurs, tandis que d'autres exigeaient un rendement plus élevé pour tenir compte de l'accroissement des risques et de l'augmentation de la dette gouvernementale.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



Ces prises de conscience ont provoqué l'une des plus rapide remontée des rendements à dix ans en livres sterling, qui repassaient brutalement en cinq séances de bourse de 0.2% à plus de 1% le 19 mars. Cependant, le marché des capitaux en Livres sterling ne nous semble toujours pas très attrayant en raison de rendements encore sensiblement inférieurs à ceux des marchés en dollars US notamment. Les risques de détenir des obligations en livres sterling nous semblent suffisants dans ce contexte pour éviter un positionnement à ce marché. Dans ce contexte incertain, nous recommandons aux investisseurs internationaux d'éviter toute exposition au marché des capitaux en livre et de se positionner sur d'autres segments obligataires.

### Faible probabilité de reprise de la livre sterling

30

20

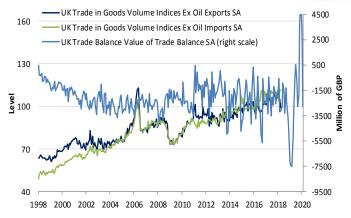
Nous l'avions déjà évoqué, la livre sterling restera encore longtemps influencée par la situation politique britannique et par la forme définitive du Brexit, mais sa chute de -13% au cours des deux premières semaines de mars semble plutôt refléter les changements de perspectives relatives pour l'économie britannique. Nous n'envisageons pas de reprise rapide du taux de change dans ce contexte et anticipons une stabilisation de la livre au-dessus de 1.10 contre euro.

### Opportunités pour l'immobilier et les actions

Nous avons longtemps maintenu une recommandation de prudence à l'égard des actions et des placements immobiliers britanniques en raison des incertitudes toujours élevées liées au Brexit malgré des valorisations raisonnables. Dans le contexte actuel de ralentissement, probablement temporaire, de l'activité économique au Royaume-Uni, nous estimons que les corrections de valorisation de plus de -40% pour l'immobilier et de -36% de l'indice FTSE100 sont excessives et ne reflètent pas les perspectives réelles à moyen terme de ces deux classes d'actifs.

Nous estimons que les chutes de valorisation ont très nettement réduit les risques de positionnement pour des investisseurs orientés à long terme et recommandons une stratégie désormais plus positive et constructive pour toutes deux avec un horizon temps de douze mois.





## Japon

- Le PIB japonais s'est effondré avant la crise du Coronavirus
- Le Japon entrera très certainement en récession au 1er trimestre
- Toujours plus de mesures gouvernementales de soutien conjoncturel



### Le PIB japonais s'est effondré avant la crise du Coronavirus

Le PIB réel japonais du quatrième trimestre 2019 chutait déjà de -1.8% après un troisième trimestre en très faible croissance (+0.1%). La croissance réelle annualisée était alors de -7.1% avant même l'éclatement de la crise du Coronavirus qui a également touché l'archipel en début d'année 2020. Le Japon a augmenté sa taxe à la consommation de 8% à 10% en octobre, ce qui constituait la première hausse depuis cinq ans et qui a affecté la composante consommation du PIB en baisse de -2.8%. Dans un contexte conjoncturel aussi fragile et peu encourageant pour le début d'année, le Japon a été touché durement ensuite par la crise du Coronavirus. Les investissements publics et les dépenses d'investissement ont ralenti, partiellement compensés par une relativement bonne tenue de la consommation privée. La croissance des dépenses publiques était limitée à +0.7%, tandis que les dépenses en biens d'équipement chutaient de -4.6%. L'économie japonaise était donc déjà dans une situation d'extrême fragilité lorsqu'elle a été frappée par la crise sanitaire en Chine en ce début d'an-

### Le Japon entrera très certainement en récession au 1er trimestre 2020

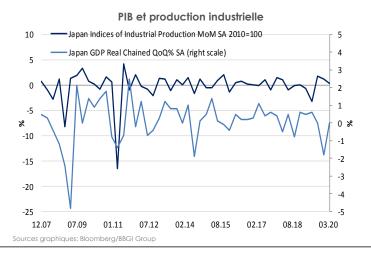
La contraction massive de l'activité en Chine au 1er trimestre, qui pourrait bien faire chuter le PIB chinois à +1% sur un an, touche depuis plusieurs semaines le Japon. La Chine est le premier partenaire commercial du Japon et les touristes chinois sont aussi les principaux voyageurs visitant le pays. L'économie chinoise à l'arrêt et l'interdiction de voyager toucheront durement l'économie japonaise au 1er trimestre 2020. L'évolution exponentielle des cas de Covid-19 a également freiné le tourisme international avant que des mesures gouvernementales plus sévères ne stoppent totalement les flux de population en mars. Dans ce contexte difficile pour le PIB du 1er trimestre en cours, une récession japonaise est désormais plus que probable après un dernier trimestre 2019 déjà négatif. Même dans l'éventualité d'un impact limité de l'épidémie de Covid-19 sur la croissance japonaise, le pays ne devrait pas être en mesure d'écarter un scénario de récession dans les prochains mois. Une récession technique au 1er trimestre est pratiquement certaine et les chances d'enregistrer une croissance sur

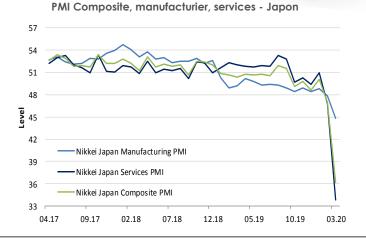
l'ensemble de l'année semblent désormais plus faibles. La troisième économie du monde pourrait bien ainsi enregistrer sa plus forte contraction économique depuis plus de cinq ans, les risques de récession sur l'ensemble de l'année sont estimés à 75%. Les effets du Covid-19 sur les principaux partenaires économiques chinois doivent encore être mesurés, mais la pression reste pour l'instant significative alors que la hausse du yen, recherché comme monnaie refuge pendant la crise financière en cours, continuera d'affecter négativement la compétitivité des exportations japonaises déjà mises à mal par la baisse de la demande internationale. Le ralentissement conjoncturel attendu en Europe et aux Etats-Unis dans le contexte récent des mesures de confinement partiel ou total pris par les différents états aura également des effets tangibles sur la demande de produits japonais et sur les échanges commerciaux avec le Japon.

Les exportations japonaises ne devraient donc pas pouvoir se redresser rapidement au 2ème trimestre dans cet environnement international encore négatif. La consommation qui s'était plutôt bien tenue pendant cette période ne manquera pas d'être affectée par la décision du premier ministre Abe de fermer temporairement les écoles et de restreindre les activités sociales dans le pays et les diverses mesures de confinement déjà prises. La récente chute des cours du brut sera un facteur positif pour l'économie japonaise largement dépendante de ses importations de pétrole, mais elle ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la consommation des ménages et l'investissement. La baisse du pétrole ne soutiendra donc pas la croissance japonaise, même si elle sera favorable à la balance commerciale.

### Toujours plus de mesures gouvernementales de soutien conjoncturel

Le gouvernement de Shinzo Abe avait déjà annoncé des mesures pour tenter de stimuler l'économie en fin d'année 2019. Celles-ci devaient représenter un peu plus de 13 trillions de yens, soit environ 2% du PIB japonais. Ces mesures concernaient principalement des projets d'infrastructure. Compte tenu de la gravité des effets induits par la crise du Coronavirus, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de soutien se montant à 1.6 trillions de yen.





### SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE I Japon

# Indicateur de surprise économique 130 ——Citi Economic Surprise - Japan 80 -20 -70 -120 06.04 01.06 08.07 03.09 10.10 05.12 12.13 07.15 02.17 08.18 03.20

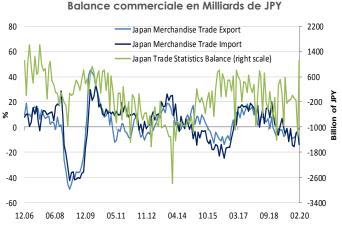
Il s'agit d'un plan d'urgence destiné à supporter les petites et moyennes entreprises qui rencontreraient des difficultés face à la chute de leurs chiffres d'affaires pour les aider à faire face aux besoins de liquidités à court terme en leur octroyant des facilités de paiement ou des prêts. Nous estimons toutefois que de nouvelles mesures budgétaires et fiscales devraient probablement être ajoutées à celles déjà annoncées afin de contrer les effets déjà visible sur la production industrielle et sur le PIB.

### La production industrielle pourrait s'effondrer au 1er trimestre

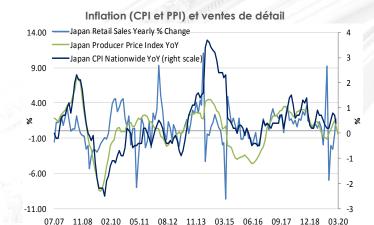
Les derniers chiffres publiés pour la production industrielle en janvier (+1%) laissaient espérer une légère embellie après un dernier trimestre 2019 difficile. Ces premiers résultats positifs pouvaient permettre à l'économie japonaise d'envisager une relance en début d'année qui aurait pu lui permettre d'éviter une récession au 1er trimestre. Cette perspective a été totalement réduite à néant depuis l'émergence de la crise du Coronavirus qui est venue frapper également le Japon. La production industrielle pourrait s'effondrer au 1er trimestre et ne reprendre que lentement au second semestre, lorsque la demande internationale se relèvera progressivement.

### Perte de pertinence des indicateurs avancés

Pas beaucoup plus de raisons d'être optimiste à la lecture des indicateurs avancés du mois de février (47.8) dans le secteur manufacturier, qui poursuivent logiquement dans ce contexte une tendance baissière débutée en février 2018. La situation se dégrade très rapidement dans le secteur des services avec une chute de 51 (janvier) à 47 en février de l'indice Nikkei/Markit Japan Services PMI Business Activity. Les indicateurs avancés s'efforcent donc logiquement toujours plus nettement en dessous du seuil de croissance de 50. Il est même relativement étonnant que ces mesures de confiance publiées en mars ne montrent pas encore une inquiétude plus importante de la part des directeurs d'achat, alors même que les effets immédiats de la crise du Covid-19 étaient clairement connus et que les impacts durables semblaient aussi prévisibles. Dans le contexte actuel et en l'absence de visibilité en ce qui concerne l'évolution de la pandémie, les indicateurs avancés PMI ont clairement perdu, pour l'instant, toute pertinence prédictive.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



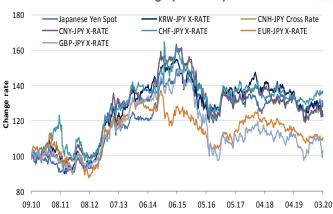
### Excédent record de la balance commerciale japonaise en février

La balance commerciale japonaise bondit suite à la chute globale de -14% de ses importations et d'environ -50% des importations japonaises de Chine. Le résultat du commerce extérieur japonais a en effet dépassé 1100 milliards de yen en février, enregistrant ainsi son plus fort excédent des dix dernières années et grâce à une baisse de ses exportations limitées à -1%, nettement inférieure aux attentes de -4.2% des économistes. La chute des importations de produits en provenance de Chine aura des effets négatifs sur la production industrielle japonaise dans tous les secteurs et notamment dans l'automobile et l'électronique. La baisse de la production industrielle attendue pour les prochains mois continuera donc de peser sur les capacités et les probabilités de relance des exportations japonaises, dont le déclin dure désormais depuis quinze mois et qui subira encore ces prochains mois les effets négatifs de la chute probable de la demande en Europe et aux Etats-Unis, ainsi que la baisse de la compétitivité due à la hausse du yen.

### Les ménages restent logiquement prudents

La confiance des consommateurs enregistre un nouvel accès de faiblesse en février et devrait encore sensiblement chuter en mars. La situation sanitaire semble cependant relativement sous contrôle au Japon, qui n'a enregistré que 1'400 cas et 25 morts à ce jour. En Chine, l'épidémie est aujourd'hui pratiquement jugulée alors qu'en Corée du Sud l'évolution de la maladie est également considérée comme favorable, le nombre de nouveaux cas étant passé en dessous de 100. La confiance des consommateurs pourrait ainsi s'améliorer rapidement avec l'évolution positive de l'épidémie en Asie et soutenir une relance de la consommation après une chute de -10.7% des ventes de détail sur un an en février. L'augmentation de la TVA au quatrième trimestre 2019 avait déjà perturbé sensiblement le comportement des consommateurs en fin d'année et la crise du Coronavirus a également provoqué des changements à court terme du processus de consommation. Nous anticipons une reprise de la consommation privée et publique au Japon au 2ème trimestre.





### Chine

- La Chine n'a pas seulement arrêté son économie en février,
   elle a pris une série de mesures exceptionnelles de soutien
- Que peut-on attendre des indicateurs avancés PMI dans les prochains mois ?



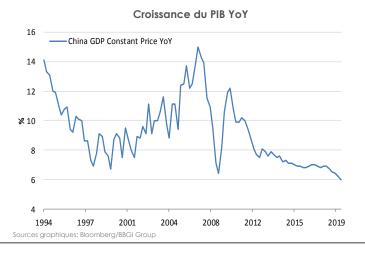
La Chine n'a pas seulement arrêté son économie en février, elle a pris une série de mesures exceptionnelles de soutien

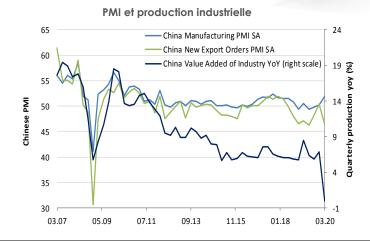
Alors que le gouvernement chinois décidait de confiner tout d'abord la ville du Wuhan, puis la province du Hubei et finissait ensuite par adopter des mesures extrêmes de confinement applicables au pays tout entier, l'économie chinoise accentuait son ralentissement et s'arrêtait pratiquement de fonctionner pendant un temps. Pendant cette période de développement de l'épidémie, la PBoC et le gouvernement n'ont cessé de prendre des mesures de soutien à l'économie. Ces mesures ont pris des formes diverses et se sont accrues au fur et à mesure que le pays prenait conscience de l'ampleur de l'épidémie. Suite à la chute d'environ -10% des cours des actions chinoises enregistrée au retour du nouvel-an chinois en début février, la PBoC a annoncé une trentaine de mesures de soutien à l'économie, dont une injection de 300 milliards de yuan pour refinancement de prêts et une baisse des taux de prêt pour les entreprises les plus touchées par la situation. Une première baisse des taux de refinancement à très court terme de 0.1% a été suivie d'injections de 1.2 trillion de yuan en un jour dans les marchés monétaires, tandis que des injections de 400 milliards de yuan ont été apportées au secteur bancaire. Le gouvernement chinois annonçait le 7 février qu'il privilégierait la croissance économique au contrôle budgétaire. Quelques jours plus tard, les gouvernements locaux obtenaient le droit d'émettre près de 850 milliards de yuan d'obligations afin de financer les actions de lutte contre les effets du Coronavirus. Des mesures fiscales de réduction des taxes pour les entreprises ont été prises à la mi-février qui rassuraient les marchés financiers. Une nouvelle baisse des taux directeurs de 0.1% à 3.15%, son plus bas niveau depuis 2017, était suivie de nouvelles injections de 200 milliards de yuan au travers de prêts d'une durée d'un an. Le rebond du marché actions a permis de regagner un trillion de dollars de capitalisation boursière, alors que la courbe des taux retrouvait la plus forte pente depuis 2015. De nouvelles baisses de taux destinées aux entreprises et aux particuliers précédaient une déclaration des autorités soulignant la nécessité d'adopter des politiques monétaires plus flexibles et de nouvelles mesures fiscales. Le 25 février, 500 milliards de yuan étaient accordés au titre de refinancement des banques commerciales, aux PME et au secteur agricole à un taux d'intérêt

réduit de 25 points de base. Dans le même temps, la TVA était annulée pour les PME du Hubei jusqu'en mai. Au début du mois de mars, la PBoC a réduit les réserves de cash imposées aux banques pour injecter environ 80 milliards de dollars dans l'économie. Des mesures pour relancer la consommation et la compétitivité des produits et services chinois ont également été annoncées. Le 20 mars, la PBoC a décidé de garder inchangé son taux d'intérêt de base pour les nouveaux prêts bancaires, juste avant que le vice-gouverneur de la PBoC n'indique que l'économie retrouverait rapidement son rythme de croissance potentiel.

# Que peut-on attendre des indicateurs avancés PMI dans les prochains mois ?

Les indicateurs avancés publiés pour le mois de février se sont effondrés en Chine traduisant le changement fondamental du sentiment des directeurs d'achat. La chute de 50 à 35.7 de l'indice PMI manufacturier (38.8 novembre 2008) en un mois n'est évidemment pas étonnante dans le contexte du confinement organisé par les autorités chinoises pour faire face à l'épidémie de Coronavirus. L'indice non manufacturier a même atteint un niveau plus extrême en chutant de 54.1 en janvier à 29.6 en février. Les mesures de confinement ont effectivement affecté peut-être plus durement encore les secteurs de services comme la restauration, le commerce, ou l'immobilier par exemple. Ces niveaux d'inquiétude dépassent ceux observés lors de la crise de 2008 pour les indices Caixin également, même si ceux-ci s'avèrent pourtant moins extrêmes que les PMI officiels. L'indice Caixin PMI manufacturier a enregistré une baisse de 51.1 en janvier à 40.3 en février (40.9 en novembre 2008). Ces indicateurs avancés n'avaient donné aucune indication de contraction de l'activité en janvier 2020 malgré le développement déjà visible de l'épidémie, quel est dès lors leur capacité prédictive dans un contexte aussi tourmenté pour les prochains mois ? Nous estimons qu'il est probable que ces niveaux s'avèrent assez rapidement être les points bas du cycle dans le contexte actuel de maîtrise en cours de l'épidémie en Chine. Mais ces indicateurs de sentiment, s'ils rebondissent nettement comme nous l'attendons déjà en mars, ne seront que peu fiables en comparaison à d'autres séries statistiques plus concrètes.





### Investissement immobilier, infrastructures et industrie (YoY)



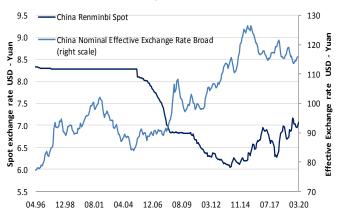
### Premiers signes crédibles de reprise

L'économie chinoise devrait terminer le 1er trimestre 2020 en enregistrant une croissance à peine positive malgré les mesures exceptionnelles prises pour lutter contre l'évolution de l'épidémie de Coronavirus. Une reprise de l'activité au 2ème trimestre pourrait soutenir une croissance de +2%. Sur l'ensemble de l'année, la PBoC attend une performance positive proche de +5.4% du PIB réel chinois, un taux de croissance qui semble aujourd'hui aussi le consensus des experts de la Chine. Ces estimations s'avèreront peut-être proches de la réalité, mais il est bien difficile d'estimer encore aujourd'hui l'impact réel de cette crise sur la performance de l'économie chinoise au 1er trimestre. Quoi qu'il en soit, ce qui nous semble essentiel aujourd'hui tient plus dans la réelle capacité de remise au travail durable de l'usine industrielle du monde que de l'amplitude de la crise « passée ». Les chiffres officiels des dernières semaines indiquent que les grandes entreprises chinoises ont repris le travail et tournent désormais à 80%-90% de leurs capacités. Les petites et moyennes entreprises ont eu plus de peine à reprendre leur rythme de travail et semblent déjà fonctionner à près de 60% de leurs capacités. On constate effectivement en fin de 1er trimestre quelques améliorations de la situation sur certains indicateurs économiques importants en Chine. Une reprise de l'activité semble se manifester notamment dans le secteur des transports aériens. maritimes et sur le réseau routier chinois. Le secteur éolien de production d'électricité semble déjà avoir retrouvé environ 60% de son activité et pourrait déjà fonctionner à plein régime en avril. La PBoC est convaincue que la Chine sera capable de retrouver au cours du 2ème trimestre déjà une croissance compatible avec son potentiel de croissance selon le vice-gouverneur de la banque centrale M. Chen Yulu.

# Risques de baisse de la demande internationale compensés par la volonté de restockage

Le consensus semble aujourd'hui considérer que la reprise chinoise ne pourra pas être solide et qu'un rebond de l'activité ne sera que très progressif. Un des principaux facteurs soutenant cette analyse d'une lente remontée graduelle de l'activité est aujourd'hui fondée sur le fait que la demande internationale restera longtemps faible et ne pourra pas apporter de soutien aux exportations chinoises. La crise sanitaire en Europe, aux Etats-Unis et désormais un peu partout dans le monde,

### Taux de change effectif et USD/Yuan



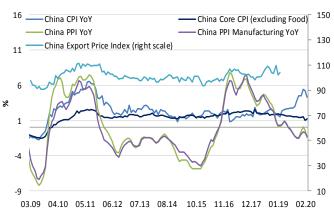
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

### **Exportations - Importations (YoY)**



aura un impact durable sur ces économies et sur l'état de leur demande externe également. Les importations de ces pays provenant de la Chine devraient encore être réduites au 2ème trimestre, ce qui privera l'économie chinoise de l'un de ses principaux moteurs de développement. Nous convenons aussi que la demande internationale devrait être réduite pendant les prochaines semaines et peut-être plus longtemps encore. Mais ce facteur sera en partie tout au moins compensé par le fait que la crise récente a selon nous déjà beaucoup changé la perception des risques des multinationales. D'une part, la dépendance générale des économies, des entreprises et des chaînes de valeurs à la Chine est désormais un risque clairement identifié. Celui -ci sera nécessairement évalué et des solutions de diversification tout au moins seront recherchées. D'autre part, les méthodes de production en flux tendus limitant au minimum le niveau des stocks seront sans doute également revues. Si le premier risque nous parait plus complexe et nécessiter d'analyses importantes pour modifier les chaînes de production et canaux d'approvisionnement, il nous semble au contraire qu'il sera plus aisé de décider de réviser les niveaux de stocks adéquats pour permettre une meilleure gestion de crise du même type à l'avenir. Le contexte sanitaire reste particulièrement aigu à l'heure où nous écrivons ces lignes, mais les mesures de soutien exceptionnelles adoptées dans l'urgence par toutes les banques centrales et les gouvernements en capacité d'action ne manqueront pas de rassurer les multinationales, qui n'attendront pas plus longtemps pour sécuriser leurs sources d'approvisionnement de matières premières ou de tout produit ou services indispensables à assurer leurs capacités de production. Le monde après la pandémie de Covid-19 sera différent à plusieurs titres. En ce qui concerne la demande internationale de produits chinois, nous considérons que les investisseurs sous-estiment aujourd'hui ce facteur. La volonté de sécurisation de l'approvisionnement et de restockage à des niveaux supérieurs à ceux qui prévalaient avant la pandémie sera un élément déterminant dans l'évolution prochaine de la demande internationale pour la production chinoise. Le retour à la normale semble donc se mettre en place en Chine, qui n'a que très peu produit au cours des derniers mois. Les inventaires sont certainement faibles et les entreprises, comme le gouvernement, voudront certainement produire pour restocker et être prêtes pour fournir la demande internationale, qui ne pourra pas se passer facilement des produits chinois en 2020 en tout cas.

### Inflation CPI - Core CPI



# Émirats Arabes Unis

- Les EAU ont rapidement mis en œuvre des mesures pour empêcher la propagation du Covid-19
- Réponse des EAU pour limiter l'impact économique du Covid-19
- Programme de soutien économique ciblé



# Les Émirats arabes unis ont rapidement mis en œuvre des mesures pour empêcher la propagation du Covid-19

Le gouvernement des Émirats arabes unis a rapidement mis en œuvre des mesures de précaution rationnelles et avancées pour empêcher la propagation du Covid-19. Au fur et à mesure que de nouvelles données émergent concernant les caractéristiques épidémiologiques du virus, les Émirats arabes unis ont progressivement resserré le verrouillage du pays et se sont placés au premier plan régional en ce qui concerne le traitement et les soins offerts aux personnes touchées. Dubaï avait été soumis à un couvre-feu durant la nuit avec le reste des Émirats arabes unis depuis le 26 mars, mais son Comité suprême de gestion des crises et des catastrophes a également mis en place une quarantaine strict à partir du 4 avril pour une période de deux semaines, au cours de laquelle, il réalisera des tests généralisés dans des zones densément peuplées.

Au 13 avril, le gouvernement des EAU avait signalé 4'123 cas de coronavirus et 22 décès. Pour freiner l'augmentation des cas d'infection, le pays a également adopté des mesures strictes, notamment l'arrêt des voyages et la fermeture des centres commerciaux et de tous les lieux de divertissement. La vitesse à laquelle le pays s'est mobilisé pour désinfecter les espaces publics, ainsi que l'installation généralisée de caméras thermiques, la mise en œuvre de restrictions de mouvement, la fermeture d'établissements d'enseignement et la restriction des heures de prière, est de bon augure pour le confinement. S'inspirant directement de l'expérience d'autres pays comme Singapour et la Corée du Sud, les EAU ont rapidement réalisé qu'agir rapidement et de manière coordonnée est essentiel pour empêcher la propagation du virus.

Nous nous attendons à ce que ces mesures augmentent considérablement la probabilité d'une contraction des cas de Covid-19 aux EAU, ou du moins ralentissent considérablement sa propagation. Jusqu'à présent, le gouvernement n'a pas encore annoncé de date de fin de confinement.

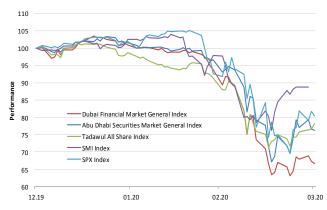
### Réponse des EAU pour limiter l'impact économique du Covid-19

Les mesures de confinement étant bien en place, l'attention se tourne maintenant vers les multiples implications et les efforts pour contenir l'impact sur l'économie de plus en plus interconnectée des EAU. Du jour au lendemain, les principales compagnies aériennes nationales reliant le pays à la plupart des villes mondiales, aux chaînes d'approvisionnement mondialisées et une destination touristique de premier rang mondial ont été transformées de forces économiques en faiblesses économiques depuis que les Émirats arabes unis se sont placés au cœur de l'économie mondiale. En revanche, le pays a réagi rapidement aux menaces de santé publique et économiques. Sur le front de l'atténuation des effets néfastes du coronavirus, le pays a considérablement restreint l'accès aux espaces publics et aux environnements sociaux où le virus pourrait se propager, a publié de nouvelles directives d'hygiène mises à jour et a étendu la campagne nationale de désinfection des espaces publiques. Sur le plan économique, le gouvernement des EAU a jusqu'à présent doublé la taille de son plan de relance initial.

### Programme de soutien économique ciblé

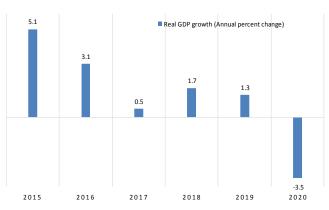
Pour soutenir l'économie durant la pandémie de coronavirus, la Banque centrale des Émirats arabes unis a doublé son plan de relance initial de «Targeted Economic Support Scheme» (TSS) de 35 milliards USD annoncé en mars. La valeur agrégée du Targeted Economic Support Scheme (TSS) ainsi que les mesures de capital et de liquidité adoptées par la CBUAE depuis le 14 mars 2020 ont atteint 256 milliards de dirhams (70 milliards USD), selon le dernier communiqué de la banque centrale. Cela représente un plan de relance massif et correspondant à 16,9% du PIB des Émirats arabes unis, soit 414 milliards de dollars, et place les Émirats arabes unis parmi les pays ayant déployé parmi les plus conséquent plan de relance économique pour lutter contre les effets économiques de la pandémie de Covid-19.

# Les indices régionaux sont à la traîne de leurs homologues mondiaux



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group/FMI

### Croissance du PIB aux EAU et projection FMI 2020



Source: International Monetary Fund



La relance initiale annoncée à la mi-mars visait à soutenir le système bancaire, à fournir des facilités de crédit et à injecter des fonds dans les marchés. La plupart des nouvelles mesures visaient à assouplir les exigences financières et de liquidités pour que les banques libèrent de l'argent pour les prêts. Dans les nouvelles mesures, la banque centrale a réduit de moitié à 7%, les réserves que les banques sont tenues de conserver pour les dépôts à vue, qui peuvent être retirés par les clients à tout moment. Les nouvelles mesures du régulateur permettent également aux banques de différer le paiement des prêts aux entreprises et aux clients jusqu'à la fin de 2020. Dubaï pour sa part a annoncé USD 409 millions de relance directe pour les secteurs de l'énergie, du commerce, de la vente au détail et du tourisme. Les différentes entités liées au gouvernement ont également commencé à publier des programmes d'assistance pour leurs partenaires commerciaux et leurs fournisseurs. Les mesures ci-dessus sont prometteuses et constituent certainement un pas important dans la bonne direction en offrant un répit nécessaire et un accès continu au financement pour les entreprises et les ménages. Cependant, nous espérons également que les entités liées au gouvernement et les entités non gouvernementales se joindront également à l'effort national pour aider les entreprises à survivre en ces temps extraordinaires en différant ou en réduisant les charges afin de fournir aux petites et moyennes entreprises un fonds de roulement supplémentaire. La survie de nombreuses entreprises dépendra de la flexibilité contractuelle et de la proactivité des secteurs public et privé.

### Croissance du PIB révisée

L'escalade de la pandémie de coronavirus, les mesures pour la contenir et leurs implications sur les voyages, le commerce et l'activité commerciale en général devraient avoir de graves répercussions sur l'économie non pétrolière des EAU, qui représente environ 70% du PIB global du pays. Nous prévoyons que l'économie non pétrolière des EAU enregistrera une croissance du PIB de seulement 0,1% en 2020, contre 2,6% prévu précédemment. En ce qui concerne les revenus pétroliers du pays, le brut Brent, la jauge mondiale des prix du brut, a baissé de plus de 50% depuis le début de l'année, et offre peu de perspective de reprise des cours à court-moyen terme. Cela, malgré l'accord historique de l'OPEP du 12 avril visant à retirer de plus de 13 pour cent la production mondiale de pétrole. De fait, les EAU doivent s'aligner sur l'objectif global de réduction de la production mondiale, ce qui laisse peu de marge de manœuvre quant à une compensation éventuelle des effets négatifs de la pandémie de Covid-19 sur l'économie du pays via une augmentation de la production pétrolière. Par conséquent, l'impact total du Covid-19 sur l'économie des EAU indique une forte contraction globale du PIB en 2020. L'ampleur de la baisse dépendra fortement de la durée de mise à l'arrêt de l'économie et aux modalités d'une reprise progressive du tourisme, commerce et activité commerciale en général.

### Les EAU demandent officiellement le report de l'Expo 2020 Dubaï

Le 4 avril, les Émirats arabes unis ont officiellement proposé de nouvelles dates pour l'Expo 2020 Dubaï, reportant l'événement au 1er octobre 2021, en réponse aux effets dévastateurs de l'épidémie de coronavirus COVID-19 sur le tourisme et le transport aérien en général. La nouvelle est venue du Bureau International des Expositions (BIE),

Le secteur du tourisme est au plus bas en mars

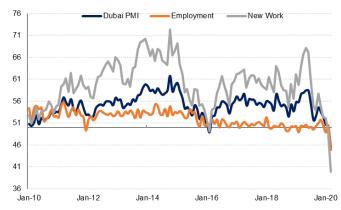


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group/IHS Markit, EMIRATES NBD Research

l'organisation intergouvernementale chargée des Expositions mondiales. Les nouvelles dates proposées sont du 1er octobre 2021 au 31 mars 2022. Une décision finale sur un changement de dates ne peut être prise qu'à la majorité des deux tiers des États membres du BIE. Cela va sans dire que le report de l'Expo 2020 Dubaï et l'effondrement des secteurs du tourisme et transport aérien constituent un coup dur pour l'économie des Émirats arabes unis. En effet, le secteur du tourisme a contribué pour 44,8 milliards USD, soit environ 11,1%, au PIB des Émirats arabes unis en 2018, selon le rapport du Conseil mondial du transport aérien et du tourisme pour 2019 - la moyenne mondiale se situant en moyenne à 2.9% du PIB. Les Émirats arabes unis constituent un hub aéroportuaire de premier rang mondial avec Emirates Airlines, la plus grande compagnie aérienne long-courrier au monde, ainsi que d'autres grands transporteurs internationaux et régionaux tels que Etihad Airways , Fly Dubai et Air Arabia. Le transport aérien représente à lui seul près de la moitié des revenus globaux lies au transport aérien et au tourisme. Selon un rapport de 2019 de « International Air Transport Association », le transport aérien représentait un revenu de 19,3 milliards USD, soit environ 5% du PIB des Émirats arabes unis en 2018. Emirates Airlines et Etihad, à l'instar d'autres compagnies aériennes mondiales, ont dû faire face à des annulations massives à mesure que les restrictions de vol entraient en vigueur. Le coup d'arrêt brutal de l'industrie aérien mondial à court et à moyen terme, impactera de façon significative une composante clé de l'économie des Émirats arabes unis. Par conséquent, afin d'assurer leur survie à long-terme, Emirates Airlines comme Etihad Airlines ont rapidement pris une série de mesures pour maîtriser leurs coûts. Ces mesures comprennent le report ou l'annulation des dépenses discrétionnaires, le gel de tous les travaux de recrutement et de conseil non essentiels, la collaboration avec les fournisseurs pour trouver des économies, encourager les employés à prendre des congés payés ou non, pour ajuster de façon drastique à une capacité de vol plus que réduite. Parmi les autres mesures importantes, citons une réduction temporaire du salaire de base pour la majorité des employés des compagnies aériennes pendant une durée de trois mois, allant de 25 à 50 pour cent. Il convient de noter que les employés continueront de recevoir leurs autres indemnités pendant cette période et les employés subalternes seront exemptés de la réduction du salaire de base.

Ces mesures douloureuses étaient malheureusement nécessaires, car plutôt que de demander aux employés de quitter l'entreprise, les deux principales compagnies aériennes des EAU ont choisi de mettre en œuvre une baisse temporaire du salaire de base afin de protéger leur main-d'œuvre et de conserver autant que possible leur personnel qualifié. En évitant des suppressions d'emplois massives, il permet également aux deux compagnies aériennes de monter rapidement en puissance avec une reprise graduelle du transport mondial. Le gouvernement de Dubaï a agi rapidement en soutenant la compagnie aérienne Emirates avec de nouveaux capitaux dont le montant final reste jusqu'à lors méconnu. Cependant, cette crise sanitaire mondiale ne ressemble à aucune autre et, à ce jour, nous manayons de visibilité pour évaluer les dommages réels causés aux secteurs vitaux et stratégiques que constituent le transport aérien et le tourisme pour les Émirats arabes unis. Il restera aussi à définir les modalités et magnitudes des montants d'injection de capital nécessaire pour les soutenir conjointement sur le moyen/long-terme.

Le PMI de Dubaï est tombé à un creux record de 45.5 en Mars



## Marchés émergents

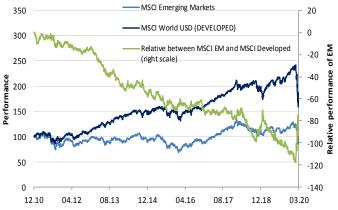
- Les pays émergents ont significativement abaissé leurs taux directeurs au premier trimestre
- Les prévisions de croissances et d'inflations nationales pour les trimestres à venir sont revues à la baisse



Brésil — En ce qui concerne les perspectives mondiales, la nouvelle pandémie de coronavirus provoque un ralentissement important de la croissance mondiale, une chute des prix des matières premières et une augmentation de la volatilité des prix des actifs. Dans ce contexte, l'environnement des économies émergentes est devenu difficile, malgré les mesures de relance monétaire supplémentaires prises dans les grandes économies. Au vu des données disponibles, bien qu'elles ne reflètent pas encore les effets de la pandémie sur l'économie brésilienne et devraient donc être peu pertinentes dans une analyse prospective, le Comité de politique monétaire a conclu que l'économie continuait à se redresser progressivement et à combler son retard. Le Comité estime que les informations disponibles sont suffisantes pour démontrer que la pandémie aura un effet de contraction important sur l'activité économique mondiale. En effet, les mesures fiscales et monétaires adoptées par les principales économies tendent à n'atténuer au'une petite partie de ces effets. En ce aui concerne les pays émergents, les perspectives sont rapidement passées de favorables à difficiles. Les projections d'inflation à court terme ont été sensiblement affectées par les récentes fluctuations des prix des produits de base. En particulier, la forte rétraction des prix internationaux du pétrole pourrait rapidement affecter les prix domestiques des carburants. Les implications de la pandémie sur le segment des services, notamment sur les prix des billets d'avion, devraient se refléter dans les relevés mensuels de l'inflation, principalement à partir du mois de mai. Les prévisions d'inflation pour 2020, 2021 et 2022 recueillies par l'enquête Focus sont d'environ 3.1%, 3.65% et 3.5%, respectivement. Pour répondre à une pénurie de la demande, dérivée d'une incertitude accrue et des restrictions imposées par la pandémie, le Comité pourrait décider de réduire son taux directeur de plus de 0.50%. Cependant, le Comité estime qu'une réduction du taux d'intérêt au-delà de 0.50% pourrait devenir contre-productive et entraîner un resserrement des conditions financières, ce qui aurait l'effet inverse de celui recherché. Sur la base des informations disponibles à ce jour, le Comité a décidé à l'unanimité d'abaisser le taux Selic de 0.50% pour le ramener à 3.75 % par an. Ils ont conclu que, bien que limités jusqu'à présent, les effets de la politique monétaire deviendront pertinents pour l'accélération de la reprise économique lorsque les restrictions imposées par la pandémie commenceront à être levées

Russie — Au cours des prochains mois, l'inflation devrait temporairement s'accélérer pour passer au-dessus de son objectif, en raison de l'affaiblissement du rouble en février - mars, lié à l'évolution des conditions extérieures, à savoir l'aggravation de la situation sur les marchés financiers mondiaux face à la menace d'une récession mondiale sur fond d'épidémie de coronavirus et une forte baisse des prix du pétrole. L'affaiblissement du rouble observé et l'accélération consécutive des taux de croissance des prix à la consommation peuvent provoquer une hausse temporaire des anticipations d'inflation des ménages et des entreprises. Toutefois, un fort affaiblissement de la demande extérieure, une baisse potentielle de l'activité des consommateurs et les effets à retardement du resserrement des conditions monétaires peuvent apparaître comme une source de risques désinflationnistes importants à un horizon de moyen terme. Dans ce contexte, étant donné l'orientation actuelle de la politique monétaire, l'inflation annuelle devrait revenir à un niveau de 4% en 2021, après avoir temporairement dépassé son objectif en 2020. En fin de trimestre, la situation s'est avérée significativement différente des prévisions de la Banque de Russie en raison de la réduction des perspectives de croissance dans un contexte de propagation du coronavirus et de restrictions sur le transport transfrontalier de marchandises et de passagers ainsi qu'à une détérioration rapide de la dynamique des marchés financiers et des matières premières. Ces facteurs devraient faire passer la croissance modérée attendue de l'économie russe au début de l'année à un ralentissement de l'activité économique au cours des prochains trimestres. Le 20 mars 2020, le conseil d'administration de la Banque de Russie a décidé de maintenir le taux directeur à 6.00 % par an. Parallèlement à sa décision sur le taux directeur, la Banque de Russie a pris un certain nombre de mesures visant à garantir la stabilité financière, en soutenant l'économie et le secteur financier dans le contexte de la pandémie de coronavirus. Ces mesures visent, entre autres, à maintenir l'accès des petites et moyennes entreprises aux prêts bancaires, à consolider les prêts hypothécaires et à protéger les intérêts des personnes concernées par la propagation de la pandémie. Dans le même ordre d'idées, il est prévu de prendre des mesures pour alléger la charge administrative pour le secteur financier, en vue de soutenir les capacités de prêt du secteur.

### Performance marchés émergents et développés



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

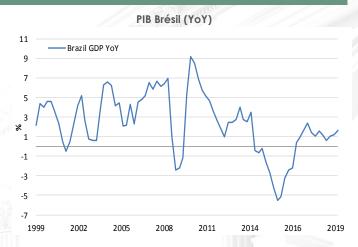
# Ecart de taux de croissance 9 GDP Growth spread (Emerging - Developed) 1 12.99 12.01 12.03 12.05 12.07 12.09 12.11 12.13 12.15 12.17 12.19

BBGI GROUP Global Investments

### SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE I Marchés émergents

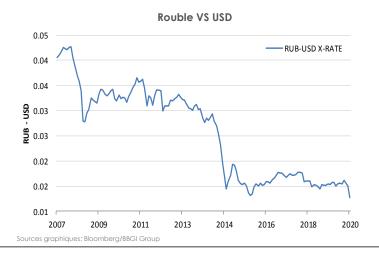


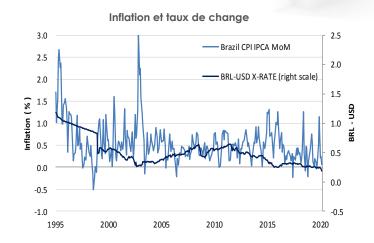
Inde — L'inflation alimentaire devrait s'atténuer par rapport aux niveaux élevés de décembre et la baisse devrait s'accentuer au cours des mois à venir, car les prix des oignons baissent rapidement en raison de l'arrivée des récoltes tardives de kharif et de rabi. L'augmentation de la production de légumes, malgré la perte précoce due aux pluies non saisonnières, devrait également impacter négativement l'inflation alimentaire. D'autre part, la récente hausse des prix des denrées alimentaires non végétales, en particulier du lait en raison d'une augmentation du coût des intrants, et des légumineuses en raison d'un déficit de la production du kharif, devrait se poursuivre. Ces facteurs pourraient entraîner une certaine hausse des prix des denrées alimentaires en général. Compte tenu de ces facteurs notamment mais également de l'évolution du prix du pétrole ou des services, et dans l'hypothèse d'une mousson normale du sud-ouest du pays en 2020, la projection d'inflation globale est révisée à la hausse à 5.4% pour le premier semestre 2020, contre 4.0% auparavant. Pour 2020, les perspectives de croissance seront influencées par plusieurs facteurs. Tout d'abord, la consommation privée, en particulier dans les zones rurales, devrait se redresser grâce à l'amélioration des perspectives du rabi. La récente hausse des prix des denrées alimentaires a modifié les termes de l'échange en faveur de l'agriculture, ce qui soutiendra les revenus ruraux. En revanche, l'épidémie du coronavirus aura un impact sur les arrivées de touristes et le commerce mondial. Finalement, la rationalisation des taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques dans le cadre du budget de l'Union pour 2020 devrait soutenir la demande domestique, parallèlement à des mesures visant à stimuler les dépenses rurales et d'infrastructure. Compte tenu des facteurs susmentionnés, la croissance du PIB pour 2020 devrait être de 6.0%, de l'ordre de 5.5% à 6.0% au premier semestre et de 6.2% au second semestre. Le Comité de politique monétaire estime qu'il existe des mesures politiques disponibles pour des actions futures. Toutefois, la trajectoire de l'inflation est élevée et en hausse jusqu'au quatrième trimestre 2019. Les perspectives en matière d'inflation sont très incertaines à ce stade. D'autre part, l'activité économique reste faible et les quelques indicateurs qui ont progressé récemment doivent encore être renforcés de manière plus générale. Compte tenu de l'évolution de la dynamique croissance-inflation, le Comité a jugé approprié de maintenir le statu quo. En conséquence, il a décidé de maintenir le taux des prises



en pension inchangé à 5.15% et de poursuivre l'orientation accommodante aussi longtemps que nécessaire pour relancer la croissance, tout en veillant à ce que l'inflation reste dans les limites de l'objectif.

Afrique du Sud — Depuis la réunion de janvier, les prévisions d'inflation de la Banque centrale sud-africaine ont continué à se modérer, en accord avec les données mensuelles d'inflation et la récente baisse des prix du pétrole. Elles s'élèvent désormais à 3.8% pour 2020, 4.6% pour 2021 et 4.4% pour 2022. Au niveau mondial, les perspectives de croissance économique, autrefois saines, ont été fortement revues à la baisse en raison de l'apparition et de la propagation de Covid-19. Ce coronavirus aura un impact négatif sur la croissance économique mondiale mais également nationale jusqu'au premier semestre 2020, et peut-être plus longtemps encore en fonction des mesures prises pour limiter sa propagation. Les perspectives économiques domestiques restent fragiles. À ce stade, le Covid-19 devrait entraîner une baisse de la demande d'exportations et de biens et services nationaux, mais son impact sur l'économie pourrait être partiellement compensé par la baisse des prix du pétrole. La Banque centrale prévoit également des perturbations des chaînes d'approvisionnement et des opérations commerciales normales. La Banque s'attend maintenant à ce que l'économie sud-africaine se contracte en 2020. Dans ce contexte, le Comité de politique monétaire a décidé de réduire le taux directeur de 100 points de base à 5.25% par an. La trajectoire implicite des taux directeurs sur la période de prévision générée par le modèle de projection trimestriel indique trois réductions supplémentaires de 25 points de base chacune au deuxième et au quatrième trimestre 2020, ainsi qu'au troisième trimestre de 2021. La politique monétaire peut assouplir les conditions financières et améliorer la résilience des ménages et des entreprises aux implications économiques à court terme du Covid-19. Toutefois, la politique monétaire ne peut à elle seule améliorer le taux de croissance de l'économie ou réduire les risques budgétaires. Les conditions économiques actuelles soulignent l'importance de mettre en œuvre des politiques macroéconomiques prudentes et des réformes structurelles qui réduisent les coûts de manière générale et augmentent les opportunités d'investissement, la croissance potentielle et la création d'emplois.

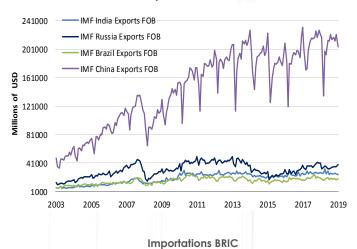


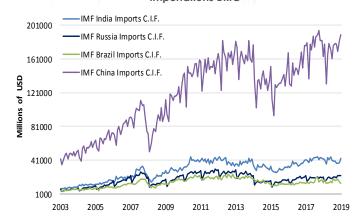


### SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE I Marchés émergents

### **Balance** courante Brazil Current Account Balance Russia Current Account Balance 17 China Current Account Balance 13 India Current Account Balance 9 % of GDP 5 2007 1999 2003 2005 2013 2015 2017 2001 2009 2011 2019

### **Exportations BRIC**





Mexique — La Banque centrale du Mexique a abaissé son taux d'intérêt de référence de 50 points de base à 6.5% lors d'une réunion d'urgence le 20 mars, afin de soutenir les marchés financiers du pays touchés par la crise du Covid-19. Les décideurs politiques ont également exprimé leurs inquiétudes quant à la propagation rapide de l'épidémie et à ses effets sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale.

La banque centrale a noté que l'incertitude entourant les risques d'inflation s'est accrue, dans un contexte où l'on s'attend à ce que l'écart de production négatif se creuse, que les prix internationaux de l'énergie baissent et que le peso se déprécie.

Indonésie — La Banque d'Indonésie a abaissé son taux de référence des prises en pension à 7 jours de 25 points de base à 4.50%. Il s'agit de la deuxième baisse mensuelle consécutive, dans un contexte de baisse de la rupiah due à l'impact de l'épidémie de coronavirus. Cette décision est conforme aux efforts déployés pour soutenir la croissance du PIB. La Banque centrale maintiendra la confiance dans les marchés financiers en s'assurant du bon fonctionnement des mécanismes et de la disponibilité des liquidités.

Taïwan — La banque centrale de Taïwan a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 1.125%, alors que les marchés s'attendaient à une réduction plus modeste de 12.5 points de base. Il s'agit de la première baisse de taux en plus de quatre ans, portant le coût de l'emprunt à un nouveau plancher historique. La Banque centrale s'attend à une croissance économique de 1.92 % en 2020, inférieure à la précédente prévision de 2.57 % et à celle de 2.7 % en 2019.

**Turquie** — La Banque centrale de Turquie a abaissé son taux directeur de 100 points de base à 9.75%, les décideurs politiques exprimant leurs préoccupations concernant l'épidémie de coronavirus. La banque centrale a noté que la forte baisse des prix internationaux des matières premières, en particulier du pétrole brut et des métaux, a affecté favorablement les perspectives d'inflation malgré la récente dépréciation de la livre turque due au contexte mondial actuel.

Roumanie, République Tchèque, Pologne, Hongrie — La Banque nationale de Roumanie a abaissé son taux d'intérêt de référence de 50 points de base à 2%, portant les coûts d'emprunt à leur plus bas niveau depuis janvier 2018, dans le but d'atténuer l'impact de la situation générée par l'épidémie de coronavirus sur les ménages et les entreprises roumaines.

La Banque nationale tchèque a également réduit son taux de référence de 50 points de base pour des raisons identiques, à 1.75 %, lors d'une réunion extraordinaire de politique monétaire.

La Banque nationale de Pologne a abaissé son taux de référence de 50 points de base à 1%, ramenant les coûts d'emprunt à des niveaux historiquement bas, alors même que le taux d'inflation reste bien supérieur à l'objectif à moyen terme de 2.5%.

La Banque nationale de Hongrie a maintenu son taux directeur inchangé à 0.9 % le 24 mars 2020, comme prévu, après que le taux d'inflation annuel ait baissé à 4.4 % en février, mais toujours audessus de l'objectif à moyen terme de 3%.



# **TIMELESS PLEASURE** AT PARK GSTAAD













Wispilenstrasse 29, CH-3780 Gstaad tel: +41 (0) 33 748 98 00 welcome@parkgstaad.ch www.parkgstaad.ch









#### **Devises**

- Le Covid-19 pousse le franc à la hausse
- L'euro n'est pas une monnaie refuge
- Le dollar reste la monnaie favorite
- Réserves de change et rendement en faveur du yuan

LIQUIDITES/DEVISES	Expe	cted	ALLOCATION (Portefeuille CHF)								
	Ret	Return			ition	neutre surpondération					
	3mois	1an			-	=	+	++	++		
EUR vs CHF	7	7				110					
USD vs CHF	7	7									
GBP vs CHF	7	7									
JPY vs CHF	7	7									
EUR vs USD	71	7									
USD vs JPY	7	7									
GBP vs USD	N N	М									

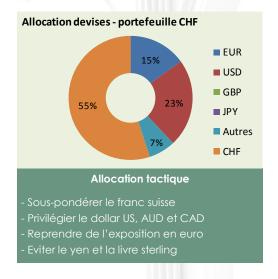


#### Le Covid-19 pousse le franc à la hausse

Nous attendions un 4ème trimestre 2019 plutôt stable pour le franc suisse et un début d'année marqué par une relative faiblesse, qui devait être soutenue par la reprise de l'activité économique internationale et par la diminution des incertitudes. Le franc suisse est en effet resté stable contre le dollar au 4ème trimestre et jusqu'au 21 février, oscillant autour du taux de change de 0.98. La demande de francs suisses qui devait se contracter dans un scénario conjoncturel mondial plus favorable s'est au contraire en quelques jours développée avec l'accroissement des risques liés au Covid-19. Il n'aura fallu qu'une décision de la banque centrale américaine de réduire ses taux directeurs de 50 points de base en prévision de nouvelles difficultés économiques pour que notre devise s'apprécie en sept jours de presque +4%, sensiblement plus que la hausse observée contre l'euro (+2.4%) depuis le début de l'année. Dans les semaines suivantes l'abaissement à zéro des taux directeurs en dollars par la Réserve fédérale a encore réduit le différentiel de rendement entre les placements en dollars et ceux en francs suisses, mais l'élargissement de la crise sanitaire en Europe et le développement de l'épidémie aux Etats-Unis également ont une nouvelle fois renforcé l'intérêt des investisseurs pour notre devise nationale, toujours considérée comme une monnaie refuge en période de trouble et d'incertitude. Le différentiel de rendement a en effet tendance à perdre de son importance comme facteur décisionnel pendant ces périodes de doute. Nous estimons que la pandémie de Covid-19 est un facteur temporaire dont les effets pourraient être durables sur différents plans, mais qui diminueront rapidement au 2ème trimestre en ce qui concerne le caractère de monnaie refuge du franc suisse. La demande de francs devrait décliner avec l'amélioration des conditions sanitaires dans les pays développés.

#### L'euro n'est pas une monnaie refuge

La devise européenne souffre depuis quelques semaines de plusieurs facteurs pénalisants. La chute des perspectives de croissance en zone euro est clairement plus importante que la baisse des anticipations pour les Etats-Unis notamment. Le niveau bas de taux d'intérêt a longtemps été un facteur négatif, mais celui-ci s'est rapidement normalisé après l'abaissement des taux directeurs américains.



Néanmoins, même si la monnaie unique est une des principales monnaies refuges parmi les devises faisant partie des droits de tirages spéciaux du FMI, le dollar, le yen et le franc suisse sont en général plus recherchés que l'euro pendant les crises de confiance, ce qui s'est produit au cours des dernières semaines. La crise sanitaire en Italie, qui s'est très rapidement développée en Espagne, a provoqué une défiance généralisée envers ces deux pays, dont la dette gouvernementale devenait à nouveau potentiellement toxique. L'euro a naturellement été affecté par ces nouvelles incertitudes et par les nouveaux risques sérieux posés à la croissance de la zone euro. L'euro ne s'est finalement que très peu déprécié depuis le début de la crise, notamment en raison des mesures exceptionnelles de soutien assez rapidement annoncées par la présidente de la BCE.

#### Le dollar reste la monnaie favorite

Le dollar a encore très certainement joué son rôle de valeur refuge en cette période de crise internationale pour de nombreux investisseur. Le taux de change pondéré du dollar a rapidement bondi dès la mimars lorsque la perception des risques financiers et économiques était à son plus haut niveau d'inquiétude. La progression du dollar s'est essentiellement matérialisée vis-à-vis des monnaies de pays émergents, qui subissaient comme souvent dans de telles situations des sorties de capitaux en direction de monnaies plus sûres. Cela dit, on observe essentiellement une assez forte volatilité de l'indice du Trade weighted dollar qui termine finalement le trimestre de manière relativement stable malgré les divers chocs du mois de mars. Désormais, le différentiel de taux à court terme n'est plus un facteur majeur de soutien au dollar US après l'abaissement à zéro des taux directeurs de la Fed.

Le différentiel de croissance économique semble pourtant rester assez nettement en faveur du billet vert, malgré un news flow sur le plan sanitaire qui pourrait rester plus longtemps négatif aux Etats-Unis. Les mesures de relance économiques annoncées par la Réserve fédérale et le gouvernement américain devraient avoir une certaine efficacité aux Etats-Unis, ce qui laisse espérer plus rapidement que dans d'autres pays une reprise économique en « V shape ». La devise américaine reste la monnaie favorite et la plus sûre certainement dans ce contexte.



#### Faible probabilité de reprise de la livre sterling

Nous l'avions déjà évoqué, la livre sterling restera encore longtemps influencée par la situation politique britannique et par la forme définitive du Brexit, mais sa chute de -13% au cours des deux premières semaines de mars semble plutôt refléter les changements de perspectives relatives pour l'économie britannique. L'économie britannique déjà mise en danger par l'absence de visibilité sur la mise en œuvre du Brexit pourrait bien être sévèrement affectée par la crise sanitaire qui s'y développe aussi, bien qu'un peu plus tardivement que sur le continent.

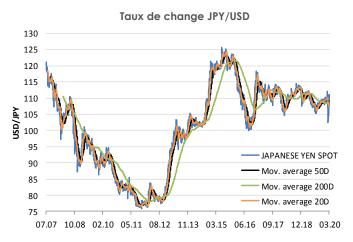
Nous n'envisageons pas de reprise rapide du taux de change dans ce contexte et anticipons une stabilisation de la livre au-dessus de 1.10 contre euro.

#### La baisse du yen doit se poursuivre en 2020

Au cours des dernières semaines, les différentiels de taux d'intérêt à court terme entre le dollar US et les taux japonais se sont dramatiquement resserrés. La chute des taux directeurs en deux phases de 0.5% puis 1%, décidée dans l'urgence par la Réserve fédérale américaine et désormais à zéro et très proche du rendement nominal de -0.1% en vigueur pour l'instant au Japon. Le différentiel de taux nominaux encore très favorable au dollar il n'y a que quelques jours a donc fondu. Cependant en raison d'une inflation plus faible (+0.7%) au Japon et plus forte aux Etats-Unis (+2.3%), les rendements réels sont moins négatifs en yen qu'en dollar depuis peu.

L'évolution du différentiel de rendements nominaux a d'abord fait bondir le yen de près de +10% contre dollar entre le 21 février et le 9 mars, avant d'être suivie d'une reprise du billet vert pendant la phase de chute massive des bourses qui a suivi. Le taux de change est finalement relativement inchangé depuis le début de l'année et proche de 108 yens pour 1 dollar.

Evolution des 7 principales devises contre CHF (base 100) USD-CHF X-RATE EUR-CHF X-RATE GBP-CHF X-RATE 124 CAD-CHF X-RATE JPY-CHF X-RATE (x100) AUD-CHF X-RATE 117 CNY-CHF X-RATE 110 103 96 89 82 75 68 



L'économie japonaise a besoin plus que jamais de retrouver une compétitivité indispensable à la relance de ses exportations mises à mal par la crise sanitaire mondiale. La BoJ devrait relancer sa politique d'affaiblissement de la devise nippone en 2020.

Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui restent fondamentalement baissières pour 2020. Le taux de change CHF/yen devrait ainsi s'affaiblir avec comme objectif un niveau de 118 yen pour un franc

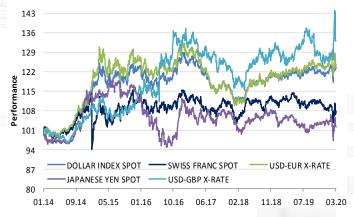
#### Réserves de change et rendement en faveur du yuan

Les réserves de devises de la Chine sont relativement inchangées depuis 2016 et dépassent en février 3'100 milliards de dollars. Le taux de change dollar/yuan n'as pas beaucoup fluctué au cours des derniers mois et pendant la crise sanitaire et le choc économique en Chine.

La PBoC a pu contrôler relativement aisément le niveau du yuan qui a oscillé de plus ou moins 0.15 autour de 7 yuans pour 1 dollar en 2020. Cette relative stabilité en période de crise est remarquable contre le dollar, mais elle masque une appréciation très importante contre la très grande majorité des autres devises et des devises émergentes en particulier. Le yuan est aujourd'hui par ailleurs la devise offrant le meilleur rendement de toutes les devises de réserves faisant partie des DTS du FMI.

L'attractivité du yuan sur ce point est indiscutable et devrait attirer des investisseurs en quête de rendement, en particulier lorsque le différentiel de taux des obligations gouvernementales chinoise versus celles du Trésor américain est au plus haut depuis 2011. Le yuan devrait rester relativement stable autour de 7 yuans pour un dollar au cours des prochains mois





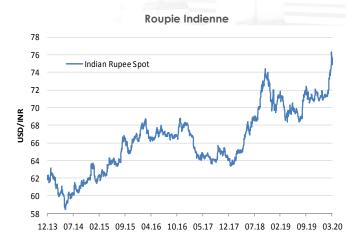
Taux de change EUR/USD

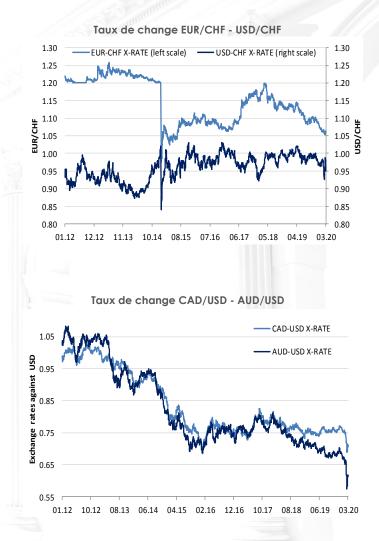


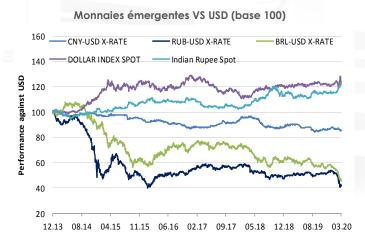


#### **DEVISES**

31.03.2020						
Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
CONTRE DOLLA						
EUR-USD X-RATE	1.10	2.25	0.05	-1.62	1.21	-1.62
CHF-USD X-RATE	1.04	2.11	0.43	0.69	3.82	0.69
GBP-USD X-RATE	1.24	5.59	-3.14	-6.31	1.07	-6.31
JPY-USD X-RATE	0.01	3.43	0.53	1.02	0.50	1.02
CAD-USD X-RATE	0.71	2.82	-4.79	-7.65	-5.88	-7.65
AUD-USD X-RATE	0.61	2.90	-5.89	-12.68	-9.17	-12.68
RUB-USD X-RATE	0.01	-0.31	-14.85	-21.03	-17.44	-21.03
CNY-USD X-RATE	0.14	-0.27	-1.27	-1.68	0.94	-1.68
INR-USD X-RATE	0.01	0.80	-3.71	-5.45	-6.22	-5.45
BRL-USD X-RATE	0.19	-2.09	-14.09	-22.79	-20.12	-22.79
CONTRE FRANC	SUISS	E				
USD-CHF X-RATE	0.96	-2.08	-0.39	-0.57	-3.67	-0.57
EUR-CHF X-RATE	1.06	0.15	-0.39	-2.32	-2.49	-2.32
GBP-CHF X-RATE	1.19	3.42	-3.53	-6.95	-2.70	-6.95
JPY-CHF X-RATE (x100)	0.89	1.28	0.09	0.34	-3.20	0.34
CAD-CHF X-RATE	0.68	0.71	-4.96	-8.23	-9.30	-8.23
AUD-CHF X-RATE	0.59	0.77	-6.22	-13.04	-12.49	-13.04
RUB-CHF X-RATE	0.01	-2.39	-15.25	-21.60	-20.53	-21.60
CNY-CHF X-RATE	0.14	-2.37	-1.74	-2.37	-2.79	-2.37
INR-CHF X-RATE	0.01	-0.78	-3.76	-5.88	-9.22	-5.88
BRL-CHF X-RATE	0.19	-3.65	-14.35	-23.24	-22.92	-23.24







# **Obligations internationales**

- Taux d'intérêt à nouveau au plus bas aux Etats-Unis
- Renversement de tendance sur les taux longs ?
- Des conséquences inattendues pour les marchés des capitaux
- Reconstitution bienvenue des primes des risques

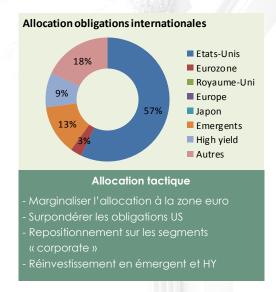
OBLIGATIONS	Expe	cted	-	ALLOC	ATIO	N (Porte	efeuill	e CHF	)	
(Régions/devises)	Ret	urn	sous	expos	ition	neutre surpondération				
	3mois	1an			-	=	+	++	++	
Suisse	7	RK					370			
Etats-Unis	7	7								
Eurozone	7	RK								
Royaume-Uni	7	7								
Europe	7	<i>א</i>								
Japon	7	7								
Emergents	$\rightarrow$	$\rightarrow$					114-			
Autres (AUD, CAD, NOK)	$\rightarrow$	$\rightarrow$								

#### Taux d'intérêt à nouveau au plus bas aux Etats-Unis

Les marchés obligataires ont très rapidement pris en compte en début d'année les risques économiques qu'un développement international de l'épidémie de Covid-19 en Chine pouvait avoir sur la croissance mondiale et celle des Etats-Unis, contrairement aux marchés actions qui n'ont finalement réagi que très tardivement à l'évolution de l'épidémie en pandémie. La chute des rendements du Trésor à dix ans de 2% en décembre 2019 à 0.31% au plus bas de la journée du 9 mars a été historique et précédait de peu la décision de la Fed du 15 mars d'abaisser ses taux directeurs à leur plus bas niveau historique. La chute des marchés financiers qui s'est exacerbée dans la première quinzaine de mars a eu un impact négatif inquiétant sur le marché du crédit qui a vu une flambée des taux d'intérêt y compris sur le Trésor américain dont le rendement bondissait de 0.31% à 1.25% en sept jours. La Fed a dû soutenir la liquidité du marché du financement à court terme et reprendre ses achats de titres, dans un contexte secoué par les risques de disfonctionnement du système financier perturbé par des ventes forcées de tout type d'actifs y compris ceux généralement considérés comme sûr comme les obligations gouvernementales et l'or par exemple. Le programme de rachat d'obligations gouvernementales devrait maintenir les taux longs gouvernementaux à des niveaux historiques aussi longtemps que les perspectives de sortie de crise sanitaire et de relance conjoncturelle sérieuse n'apparaissent. Dans ce contexte, relevons encore que la pente de la courbe des taux est à nouveau positive grâce à la chute des taux courts et qu'il est désormais plus probable de voir un futur réajustement à la hausse des taux longs en raison de la hausse des déficits budgétaires qu'une remontée des taux courts.

# La BCE doit rassurer les marchés sur la qualité de la dette des pays périphériques

La crise du Coronavirus a soudainement provoqué une prise de conscience de l'émergence de nouveaux risques en matière de croissance d'une nature tout à fait différente. Un confinement partiel ou total est une situation totalement inédite aux conséquences temporaires sur l'économie globale, mais qui pourrait avoir des répercutions plus durables pour certains secteurs d'activités, pour les PME en particulier et pour certains pays plus touchés. La crise provoquera une récession au 2ème trimestre, une désorganisation des chaînes de valeur, une hausse du chômage, une baisse de la consommation et d'autres effets négatifs qui vont conduire à une baisse des impôts perçus, à une augmentation des coûts de fonctionnement des états, à une progression des dépenses de santé, des déficits publics et finalement à une hausse de l'endettement. La chute des marchés financiers est à la mesure de cette prise de conscience et du retour de l'aversion pour le risque. Il est dès lors essentiel de rassurer les investisseurs également que sources graphiques: Bloombera/BBGI Group



cette crise ne provoquera pas les mêmes inquiétudes que celles qui se sont développées entre 2010 et 2013 pendant la crise de la zone euro, pendant laquelle une hausse des taux des pays périphériques avait conduit à une récession et au risque d'éclatement de l'euro. La BCE doit éviter une hausse des taux sur les pays jugés plus risqués comme l'Italie et l'Espagne; elle s'engagera sans doute un peu plus encore pour empêcher que le doute ne s'installe. La hausse des dépenses publiques, indispensable à la protection des entreprises et des particuliers affectés par cette crise, pèsera lourdement sur les budgets nationaux en zone euro et sur les déficits en 2020. Une hausse de l'endettement des états en sera la conséquence déjà parfaitement prévisible et qui a déjà rapidement provoqué une remontée des rendements sur les dettes publiques des états périphériques depuis dix jours.

#### Renversement de tendance sur les taux longs

Depuis le 21 janvier 2020, les premières manifestations d'une prise de conscience de la gravité potentielle de l'épidémie de Coronavirus en Chine touchaient les marchés financiers et le marché de capitaux en euros. La première réaction, qui s'est ensuite amplifiée jusqu'au neuf mars, a d'abord été de considérer les risques conjoncturels et la nécessiter de devoir ajuster les taux d'intérêt à cette nouvelle menace potentielle sur l'économie mondiale et la zone euro en particulier. Les taux longs du gouvernement allemand ont ainsi d'abord chuté de -0.4% à -0.85%, tandis que les taux du gouvernement italien tombaient de 1.4% à 0.84% pendant la même période entre le 21 janvier et le 9 mars, date de l'annonce du confinement du nord de l'Italie.

31.03.2020			Total Return Performance								
		Name	Last price	Curr.	7 d%	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %		
OBLIGATIONS SUISSES	SBR14T INDEX	SBI AAA-BBB	137.0	CHF	0.6	-5.1	-2.6	-4.3	-2.6		
OBLIGATIONS UE	LBEATREU INDEX	Barclays EuroAgg	261.7	EUR	8.0	-3.4	-1.1	-3.3	-1.1		
OBLIGATIONS UE - SHORT DURATION	IBGS IM Equity	ISHARES EURO GOV BND 1-3	143.5	EUR	0.3	-0.4	-0.5	-0.9	-0.5		
OBLIGATIONS US	LBUSTRUU Index	Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD	2295.1	USD	1.8	-0.6	3.1	3.3	3.1		
OBLIGATIONS US - SHORT DURATION	MLLDBNA LX Equity	BGF-USD ST DURATN BOND-USDA1	8.2	USD	2.3	-3.8	-3.1	-2.6	-3.1		
OBLIGATIONS EMERGENTES	JPEICORE INDEX	JPMorgan Emerging Markets Bond	524.3	USD	5.6	-14.2	-13.7	-11.9	-13.7		
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - USD	LEGATRUU Index	Global Aggregate	510.0	USD	2.4	-2.2	-0.3	0.2	-0.3		
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - EUR	LBEATREU Index	Euro-Aggregate	261.7	EUR	0.8	-3.4	-1.1	-3.3	-1.1		
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - CHF	LGCPTRCU Index	Barclays Global Agg Corporate	146.3	CHF	3.2	-7.3	-5.5	-6.6	-5.5		
OBLIGATIONS CONVERTIBLES (UE)	EECIEECI INDEX	Exane Europe Convertible Bond	7586.9	EUR	1.1	-7.5	-7.4	-6.0	-7.4		
OBLIGATIONS HIGH YIELD	IBXXGH11 INDEX	Markit iBxx Gbl Dev Lq HY USD	134.2	USD	8.9	-11.6	-14.0	-10.9	-14.0		
OBLIGATIONS HIGH YIELD - SHORT DURATION	ABSDHAT LX Equity	AB SHORT DURATION HI YD-AT	13.2	USD	5.5	-9.9	-11.1	-9.8	-11.1		

#### PERSPECTIVES ET STRATÉGIES | Obligations internationales

#### Renversement de tendance sur les taux longs?

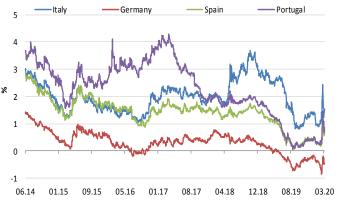
Cet événement marque le changement radical d'appréciation de la situation conjoncturelle en Italie et plus généralement dans tous les pays pouvant être touchés par des mesures similaires. Après quelques iours de baisses des taux d'intérêts à des niveaux historiauement bas, la plupart des marchés de taux ont suivi une tendance haussière similaire. Les investisseurs prenaient dès lors conscience que désormais une gestion de la crise sanitaire pouvait passer par un confinement de la population et un arrêt potentiellement total de l'activité économique dans n'importe quel pays. Les effets sur les budgets des états, les risques de forte hausse des déficits et des besoins de financement dépassaient rapidement les anticipations de baisses de taux longs. En quelques jours seulement les taux italiens se sont tendus et ont triplés passant de 1% à 3% (18 mars) avant que la BCE n'intervienne pour rassurer les marchés. L'annonce du plan PEPP semble fonctionner puisque deux jours plus tard les taux sur la dette italienne se stabilisent à 1.6%. En Allemagne la remontée des rendements a été spectaculaire, mais ceux-ci se situent aujourd'hui (-0.2%) à peine au-dessus de leur niveau du 21 janvier (-0.25%).

#### Repentification durable de la courbe des taux?

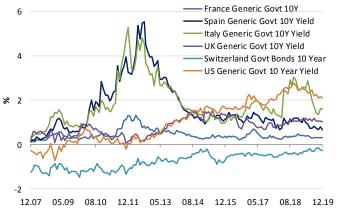
Le PEPP de la BCE devrait jouer un rôle de stabilisateur de rendements relatifs entre les divers pays de la zone euro. On constate, deux jours après son annonce, que celle-ci a déjà permis de calmer les inquiétudes des investisseurs comme le suggère la chute de 3% à 1.6% des taux à dix ans du gouvernement italien. Cependant, le renversement de la perception des risques observable dans d'autres pays européens suggère qu'une repentification des rendements est en cours. Les rendements à dix ans du Trésor français ont aussi bondi de -0.4% à +0.35% avant de profiter eux-aussi de la décision de la BCE.

Les achats de la BCE devraient donc freiner ce processus qui a pourtant des fondements rationnels dans le contexte prévisible d'une hausse généralisée de l'endettement des états.

#### Taux à 10 ans - Gvt Europe



#### Prime de risque vs Gvt allemand



La volatilité n'épargne pas le marché des capitaux en livres sterling

Les incertitudes liées à l'apparition en Europe de cas de Covid-19 ont poussés les taux longs à la baisse dès la mi-janvier avant de provoquer une chute drastique des rendements sur le Trésor britannique de 0.6% le 21 février à 0.075% le 9 mars. Les actions de soutien conjoncturel annoncées par la BoE et par le gouvernement britannique ont convaincu certains investisseurs, tandis que d'autres exigeaient un rendement plus élevé pour tenir compte de l'accroissement des risques et de l'augmentation de la dette gouvernementale.

Ces prises de conscience ont provoqué l'une des plus rapide remontée des rendements à dix ans en livres sterling, qui repassaient brutalement en cinq séances de bourse de 0.2% à plus de 1% le 19 mars.

Les annonces de rachats de titres par la BoE auront le même impact à court terme au Royaume-Uni que dans les autres pays. Les rendements des obligations du Trésor britannique devraient à nouveau en profiter pour retrouver des niveaux plus bas aussi longtemps que la crise sanitaire et ses effets économiques resteront incertains.

#### Eviter les obligations gouvernementales japonaises

Les taux directeurs restent inchangés, mais la BoJ assure qu'elle fournira toute la liquidité nécessaire aux banques par son programme de rachat d'actifs. La BoJ n'a donc pas agit sur ses taux directeurs malgré les décisions de la Fed d'abaisser de 150 points de base ses propres taux directeurs à zéro. La pression nous semble pourtant forte pour un nouvel abaissement des taux de la BoJ dont l'objectif reste d'affaiblir le yen, mais les rendements à dix ans des obligations gouvernementales japonaises restent relativement stables et peu affectés en vérité par la crise sanitaire sous contrôle dès les premières semaines dans le pays.

Taux à 10 ans - Gyt



#### Prime de risque vs US Treasury



#### PERSPECTIVES ET STRATÉGIES | Obligations internationales

#### Des conséquences inattendues pour les marchés des capitaux

Pour les marchés de capitaux internationaux, la baisse des taux directeurs et les risques de ralentissement durable après le choc initial de contraction conjoncturelle temporaire, sont des facteurs supportant la perspective de maintien de courbes de taux assez aplaties dans la plupart des devises. La crise du Covid-19 pousse dans un premier temps les taux courts et longs à nouveau à la baisse alors que le contexte initial pour 2020, hors Covid-19, semblait plutôt soutenir une remontée graduelle des taux longs.

Au-delà cette première réaction d'anticipation baissière des taux d'intérêt, la hausse des déficits publiques désormais attendue et accompagnée par une monétisation des dettes gouvernementales par des injections de liquidités des banques centrales, devrait développer de nouvelles inquiétudes et exigences des investisseurs. Une explosion de l'endettement et des déficits devrait avoir un impact sur les rendements exigés. Parallèlement, l'augmentation des incertitudes en matière économique et l'augmentation des risques de faillites et de défauts des émetteurs aura aussi un impact sur les rendements désormais exigés par les créanciers.

Nous avions averti il y a déjà plusieurs mois sur les similitudes qui existaient entre les niveaux extrêmement bas des primes de risques en 2008 et à la fin 2019, synonyme d'extrême complaisance des investisseurs et de risques majeurs de retour brutal de la volatilité des actifs financiers. Le réajustement attendu est en train de se mettre en place avec la reconstitution rapide de ces primes de risques dans les marchés du « high yield » notamment.

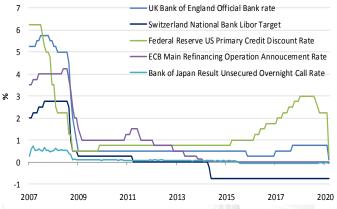
#### Politique d'investissement obligataire

La crise sanitaire a déjà eu des conséquences extraordinaires sur les marchés des capitaux internationaux. Les rendements à court terme sont désormais la plupart du temps à nouveau proches de zéro ou négatifs. Le différentiel de rendements à court terme encore en très nette faveur du dollar en début 2020 a brusquement été effacé par l'ajustement de politique monétaire décidé par la Fed au cours du 1 er trimestre. La très forte volatilité des rendements des obligations gouvernementales enregistrée en mars dans la majorité des pays a replacé en fin de trimestre les rendements gouvernementaux à dix ans à des niveaux historiquement bas, dans un mouvement assez généralisé de convergence des rendements. En termes de risques de crédit, les dernières semaines ont été difficiles pour les obligations de moindre qualité.

Les segments non « investment grade », « high yield » et émergents ont particulièrement été affectés par la volonté des investisseurs de replacer leurs liquidités dans des placements sans risque. L'afflux de capitaux en direction des obligations gouvernementales de pays développés capables de mettre en œuvre des politiques monétaires de rachats d'actifs a affecté les prix et fortement modifié les niveaux des diverses primes de risque. En fin de trimestre, les primes de risque entre débiteurs souverains et emprunteurs de seconde qualité se sont à nouveau envolées au point de se situer à des niveaux similaires à celles constatés pendant la crise financière de 2008.

Il est sans doute encore un peu tôt pour affirmer que la crise sanitaire actuelle n'aura que des effets temporaires aux conséquences maîtrisables sur le plan économique en 2020 et que les risques de défaut pour les débiteurs non « investment grade » sont actuellement surestimés. Cependant, le niveau actuel de la prime de risque pour ce type de débiteurs et plus généralement pour les obligations d'entreprises nous semble à nouveau suffisant pour justifier une allocation raisonnable et diversifiée à ces segments de marché.

#### Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



#### Performance YTD des indices obligataires 1-5 ans (base 100)



#### Performance obligations émergentes (base 100)



#### Obligations émergentes - Europe de l'Est (base 100)





# **Obligations suisses**

- Le Covid-19 renverse la tendance sur les taux
- Pas de rachat de dettes gouvernementales en Suisse par la BNS
- Elargissement des primes de risque en Suisse aussi

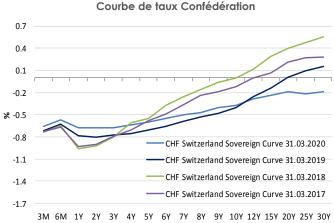
OBLIGATIONS	Expe	Expected		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
Débiteurs	Ret	Return			ition	neutre	surpo	surpondératio			
	3mois	1an			-	=	+	++	++		
Gouvernement	7	7									
Corporate (IG)	7	7									
Autres	7	7									



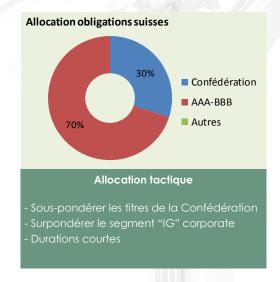
Nous relevions en septembre le caractère irrationnel de l'effondrement des rendements à dix ans de -0.5% à -1.12% en août en annonçant un probable rebond très sensible dès lors que les risques de récession seront enfin évalués rationnellement. Les derniers mois de l'année 2019 ont ainsi été marqués par une remontée graduelle des taux longs de -1.12% à -0.4% en début novembre qui devait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Cependant, dès le 13 janvier 2020, l'éclatement de la crise sanitaire en Chine a totalement renversé les anticipations de croissance dans le pays, soulevant de nouvelles incertitudes sur la croissance mondiale. L'épidémie de Covid-19 en Chine a progressivement été prise en considération dans la modélisation des risques pour l'année 2020, y compris sur le marché de taux en francs suisses. L'intérêt des investisseurs pour notre monnaie refuge a sans doute plus poussé la demande pour les obligations gouvernementales en francs que la prise en compte des risques de récession en Suisse, abaissant les rendements nominaux à dix ans de la Confédération à -0.85%. Si une pandémie finit par provoquer un net ralentissement conjoncturel mondial il faut aussi noter que les effets sur les prix à la consommation pourraient s'avérer plus inflationnistes selon l'évolution future de l'offre en particulier. A ce jour, l'inflation est à nouveau négative sur un an en Suisse (-0.1%), le rendement réel est ainsi de -0.5%.

#### Pas de rachat de dettes gouvernementales en Suisse par la BNS

Dans un contexte généralisé de hausse des dépenses budgétaires dans la plupart des pays industrialisés, la Suisse est prête également à consacrer un peu moins de 10% de son PIB en mesures de soutien économique. Mais le marché suisse des capitaux ne pourra pas compter sur le même type de mécanisme que celui des pays qui monétiseront leurs émissions de nouvelles dettes gouvernementales par des



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



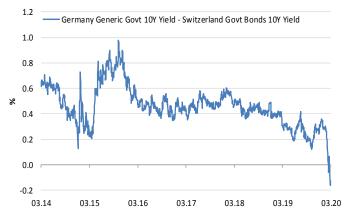
rachats opérés par leurs banques centrales. La BNS n'a en effet pas l'intention d'adopter à ce stade les mêmes mesures que celles d'autres banques centrales comme la Fed, la BCE, la BoE ou la BoJ. Le marché suisse des capitaux n'a de fait pas suivi la même tendance que celle observée ailleurs.

Les rendements à dix ans de la Confédération ont tout d'abord bondi de -1% le 9 mars à -0.3% et sont ensuite restés stables à ce niveau qui constitue le rendement le plus élevé des dix derniers mois.

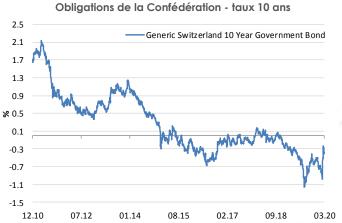
#### Elargissement des primes de risque en Suisse aussi

Alors que les primes de risques ont eu tendance à se reconstituer et s'accroître en mars dans d'autres pays, en Suisse le marché des capitaux a également subi une forte progression des primes de risques, notamment sur le segment BBB et non « investment grade ». Les rendements des obligations BBB par exemple ont effectivement progressé de près de 200 points de base en mars (de 0.15% à 2.15%), offrant ainsi des rendements à nouveau positifs proches de 1.75% en moyenne pour l'indice global BBB. Les rendements des obligations de débiteurs de première qualité AAA ont eux bondit de -0.5% à 0.04%, soit de près de 50 points de base. On observe ainsi une expansion des primes de risques due à une hausse plus importante des rendements sur le segment BBB de marché. L'évolution du différentiel de rendement et de la prime de risque est ainsi tout à fait significative pour ces deux segments de marché. La prime de risque du segment BBB relative aux obligations à 10 ans de la Confédération est encore plus importante et dépasse 2.05%. Pour l'ensemble du segment « investment grade » hors Confédération, le rendement a augmenté de -0.4% à+0.3% en mars, pour un différentiel de rendement de 0.6% suite à la progression des rendements de la Confédération de -1% à -0.3% sur la période.

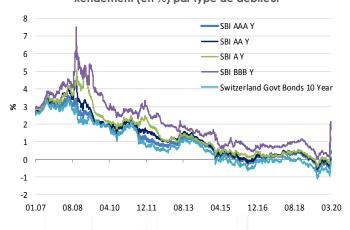
#### Différentiel de taux longs (Bund allemand - Confédération)

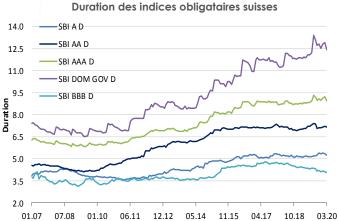


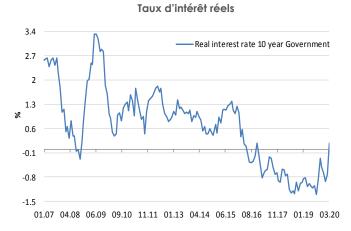
#### PERSPECTIVES ET STRATÉGIES | Obligations suisses













Taux longs de la Confédération depuis 1924

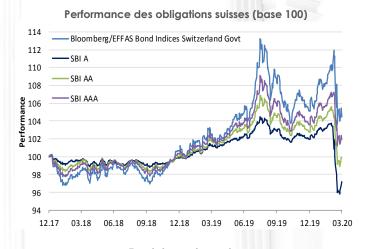
9

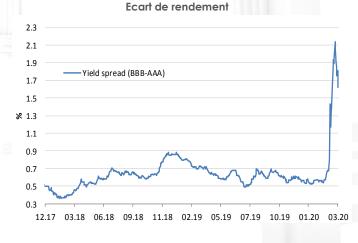
8

7

6







INDICES OBLIGATIO	NS SU	ISSES	(en CHF)				
31.03.2020			Total Retur	n Performar	nce		
N° ISIN	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
Bloomberg Barclays Series E Switzerland Govt All > 1 Yr Bond Index	273.1	CHF	-0.3	-5.1	-0.6	-3.9	-0.6
SBI A-BBB	133.0	CHF	1.6	-6.1	-4.8	-5.4	-4.8
SBI AA-BBB	133.0	CHF	1.2	-5.6	-3.8	-4.9	-3.8
SBI AAA-AA	137.8	CHF	0.3	-4.8	-1.9	-3.9	-1.9
SBI BBB	145.2	CHF	2.0	-5.9	-4.9	-5.1	-4.9
SBI AAA-BBB	137.0	CHF	0.6	-5.1	-2.6	-4.3	-2.6
SBI DOM GOV AAA-BBB 1- 3P	66.1	CHF	-0.4	-0.8	-1.0	-2.0	-1.0
SBI DOM GOV AAA-BBB 3- 7P	84.8	CHF	-0.2	-1.8	-1.1	-3.0	-1.1
SBI DOM GOV AAA-BBB 7+ P	133.8	CHF	-0.3	-6.9	-1.0	-5.6	-1.0



#### Immobilier international

- Vent de panique en mars sur l'immobilier titrisé
- Une chute injustifiée des cours
- Retour rapide des flux de fonds sur les placements immobiliers
- 2020 ne sera pas 2008 pour l'immobilier international

IMMOBILIER	Expe	Expected			ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
Région	Ret	Return so			sous exposition			neutre surpondération				
	3mois	1an			-	=	+	++	++			
Suisse	7	7										
Etats-Unis	7	7										
Eurozone	7	7										
Royaume-Uni	71	7										
Asie	7	7										
Emergents	71	7										
Liquidités												



#### Vent de panique en mars sur l'immobilier titrisé

Les dernières semaines du 1er trimestre ont été fatales à l'immobilier titrisé international qui enregistre en quelques semaines seulement une chute des valeurs de -28.5% en moyenne. L'indice EPRA NAREIT global subi une correction de valeur largement supérieure à la chute des marchés actions, dont l'indice MSCI Monde décline de -21.1% pendant le trimestre. Il s'agit de la plus forte correction trimestrielle jamais observée depuis la création de cet indice en 2008. En guelques semaines, la chute de valeurs a effacé la progression des trois dernières années. Toutes les régions enregistrent des déclins similaires dans une phase de panique généralisée et concentrée sur le mois de mars. Le Royaume-Uni (-18.3%) et les marchés émergents (-19.3%) ont mieux résisté en mars à la vague de défiance qui a emporté le segment immobilier titrisé, tandis que l'Europe (-21.5%) et les Etats-Unis (-23.5%) subissaient des dégagements plus importants. Depuis le début de l'année, l'immobilier titrisé américain réalise la plus mauvaise performance régionale (-29%), sensiblement en dessous de celle du Royaume-Uni (-27.4%), des émergents (-27%) ou de l'Europe (-25.3%) qui semble un peu mieux résister aux pressions vendeuses des investisseurs.

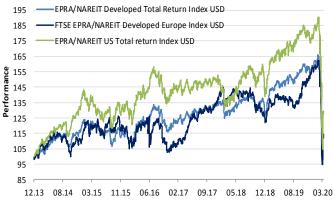
Ces résultats relevés sur l'ensemble du trimestre ne reflètent cependant pas complètement l'ampleur de la panique qui s'est manifestée au cours du trimestre. L'indice EPRA NAREIT global a effectivement subi une perte de valeur supérieure à -42% entre le sommet du 14 février

2020 et le point bas atteint le 23 mars. C'est grâce à une reprise rapide des cours de près de +20% que le résultat trimestriel s'est établi à -28.5%

#### Une chute injustifiée des cours

L'immobilier titrisé international a subi des pertes de valeurs supérieures à celles enregistrées par les marchés actions en général alors que les fondamentaux de l'immobilier semblaient plus solides et plus prévisibles que ceux de nombreux secteurs des marchés actions. La prise en considération d'un impact négatif sur la croissance économique mondiale du à la pandémie de Covid-19 a ainsi touché plus durement l'immobilier. Cette conséquence de la vague de panique du mois de mars nous semble surprenante d'un point de vue fondamental. En effet, les flux financiers généralement associés aux placements immobiliers sont moins volatiles et plus stables que les profits des sociétés cotées. Les risques d'effondrement des bénéfices des sociétés cotées nous semblent bien plus importants que ceux de non-paiement des loyers au cours des prochains trimestres. Dès lors, le facteur principal de cette contreperformance est peut-être plus lié à une négociabilité inférieure des REITs et à une relative étroitesse du marché spécifique aux valeurs du segment immobilier titrisé. Les probabilités de résiliation de baux, de non-paiement de loyers commerciaux ou de report de programme de développements immobiliers ont certes augmenté dans le contexte actuel, mais nous n'envisageons pas d'effets durables pouvant justifier les corrections de cours observées en mars.

#### Indices EPRA Nareit - USA, Europe, Monde (en USD)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

#### Indice EPRA Nareit - Eurozone, Royaume-Uni, Emergents (en USD)



#### Le facteur liquidité est toujours essentiel pour l'immobilier

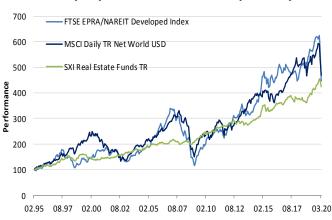
En 2019, malgré un contexte économique incertain en raison des difficultés du secteur manufacturier et de la guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis, les cours de l'immobilier titrisé international avaient plutôt bien progressé. Les risques de baisses de revenus locatifs, qui auraient pourtant logiquement dû être envisagées dans ce contexte de ralentissement conjoncturel mondial, n'ont en fait pas été pris en considération. Le retour de la liquidité au 2ème semestre a certainement été un facteur plus important de soutien. En 2020, la situation est certes différente, mais le facteur liquidité a plus que jamais fait son grand retour sous la forme de baisses de taux d'intérêt, d'injections massives de liquidités des banques centrales et de paquet fiscaux et budgétaires exceptionnels. Près de 10 trillions de dollars vont rentrer dans l'économie mondiale, dont les effets multiplicateurs seront certainement favorables à l'immobilier direct et aux placement immobiliers titrisés internationaux.

#### Retour rapide des flux de fonds sur les placements immobiliers

La chute des placements immobiliers indirects internationaux doit plus au processus global de réallocation des risques en période de stress majeur et de panique boursière qu'à un problème fondamental quelconque. Les investisseurs n'ont pas eu le temps d'évaluer les risques et les opportunités d'investissement de manière rationnelle en mars lorsque tous les actifs chutaient à l'exception des liquidités, de l'or et des obligations gouvernementales. L'immobilier titrisé a donc lui aussi été victime des processus de réallocation de portefeuille et de réduction, parfois forcée, des effets de levier. Nous estimons que ce phénomène est temporaire et exclusivement lié à l'évolution de la perception des risques à court terme des investisseurs. Les stratégies de placement diversifiées incluant dans leur univers d'investissement les placements immobiliers devraient pouvoir bénéficier des opportunités provoquées par cette volatilité excessive des marchés financiers.

Marchés immobiliers en monnaies locales 180 FTSE E/N Japan FTSE E/N Dev Europe 160 FTSE E/N UK SE E/N United States 140 Performance 120 100 80 60 08.15 08.17 03.18 11.18 12.14 04.16 12.16 07.19

# Performance long terme: immobilier international, immobilier suisse (CHF) et actions internationales (base 100)



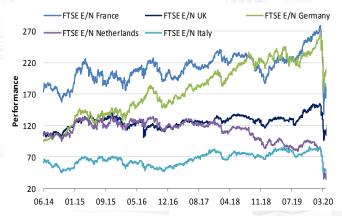
Ces dernières semaines ont été caractérisées par de nouvelles baisses de taux directeurs et par de nouveaux records à la baisse pour les taux longs gouvernementaux. Le transfert de positions et d'allocations d'actifs hors des placements à revenus fixes et en faveur des placements immobiliers indirects va rapidement reprendre et s'intensifier au cours des prochaines semaines. La chute des cours de ces placements a par ailleurs renforcé le différentiel de rendement vis-à-vis des rendements obligataires.

#### 2020 ne sera pas 2008 pour l'immobilier international

La chute de l'immobilier titrisé des dernières semaines peut avoir été provoquée en partie également par des craintes excessives issues de la comparaison entre la période de récession en 2008 et les risques de récession actuels. Nous estimons que les craintes qu'une récession en 2020 ait des conséquences similaires à celle de 2008 sont infondées, la situation étant totalement différente aujourd'hui.

En 2008, la récession a été initiée par une bulle immobilière et financière qui avait créé les conditions d'un risque systémique pour le système financier. Les prix de l'immobilier s'étaient effondrés de -50% voir plus dans certains cas et les pertes provoquées par les subprimes mettaient en danger l'ensemble du système financier. La récession qui est en train de frapper l'économie mondiale pourrait d'ailleurs n'être qu'une contraction économique d'un trimestre dans certains cas et ne pas remplir les conditions théoriques de deux trimestres consécutifs de contraction pour être qualifiée de récession. La crise sanitaire ne provoquera pas une récession économique mondiale durable en 2020. Les banques centrales et les gouvernements ont pris les mesures d'accompagnement pour en limiter les effets.

#### Marchés immobiliers européens en monnaies locales



#### INDICES IMMOBILIER INTERNATIONAL (en monnaies locales)

31.03.2020				Total Re	turn Perfo	mance		
	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	FTSE EPRA/NAREIT GIb TR	2247.1	USD	10.5	-22.3	-28.4	-25.8	-28.4
DEVELOPED	EPRA/NAREIT Dev TR USD	4187.9	USD	10.6	-22.6	-28.3	-26.9	-28.3
DEVELOPED EUROPE	FTSE E/N Dev Europe	1822.5	EUR	4.4	-21.3	-25.9	-19.3	-25.9
EUROZONE	FTSE E/N Euro Zone	2019.8	EUR	1.3	-21.5	-25.3	-21.6	-25.3
USA	FTSE E/N United States	2272.3	USD	12.0	-23.5	-29.0	-29.7	-29.0
DEVELOPED ASIA	FTSE E/N Dev Asia	1291.8	EUR	8.6	-20.4	-25.2	-25.9	-25.2



#### PERSPECTIVES ET STRATÉGIES I Immobilier international

Il est probable toutefois, que les conditions économiques en 2020 mettent un terme à certaines phases de surchauffe des marchés immobiliers locaux. Nous estimons dans cet environnement que les prix devraient se stabiliser, mais les conditions actuelles et en particulier le caractère temporaire probable de la crise ne devrait pas provoquer de ventes forcées et de chute de valeurs notables.

Le scénario le plus probable aujourd'hui est que la pandémie sera temporaire, que les gouvernements soutiendront la consommation et le financement hypothécaire des particuliers notamment.

#### Stratégie à nouveau constructive pour l'immobilier titrisé

Après avoir attiré l'attention sur les niveaux de risque élevés pour l'immobilier en début d'année, nous suggérons aujourd'hui au contraire de reprendre une allocation tactique surpondérée après les corrections injustifiées selon nous des cours des placements immobiliers indirects

Les placements immobiliers internationaux ont été injustement pénalisés au cours des dernières semaines dans cette vague de panique généralisée qui a frappé toutes les classes d'actifs. Le rendement des placements immobiliers ne sera pas affecté par la crise du Covid-19 et la récession économique mondiale ne devrait être que temporaire parce qu'elle n'est en fait due qu'aux décisions politiques de confinement partiel ou totaux dans certains pays. La crise de 2020 n'est pas due à une crise immobilière, elle n'aura donc pas d'effets similaires sur les prix de l'immobilier direct et indirect. Les flux de fonds qui se sont stratégiquement déplacés des obligations à l'immobilier indirect n'ont pas de raison de s'interrompre, au contraire, ils devraient rapidement reprendre pour profiter des conditions actuelles plus favorables.

En termes de positionnement tactique, nous privilégions les marchés immobiliers de pays ou de régions qui peuvent compter sur l'action de banques centrales puissantes et sur l'engagement de gouvernements disposant de moyens suffisants pour mettre en œuvre les mesures fiscales et budgétaires efficaces. Notre allocation régionale favorise donc les Etats-Unis et l'Europe continentale.

# FTSE EPRA/NAREIT Japan Index Net TRI USD FTSE EPRA/NAREIT Emerging Index Net TRI CHINA Index USD EPRA NAREIT Singapore Total Return Index USD EPRA NAREIT Australia Total Return Index USD FTSE EPRA/NAREIT Emerging Index Net TRI INDIA Index USD FTSE EPRA/NAREIT Emerging Index Net TRI THAILAND Index USD 150 100

04.18

11.18

07.19

03.20

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

12.16



08.17

#### Immobilier suisse

- L'immobilier titrisé succombe aussi à la panique
- Attention aux valorisations toujours supérieures à la moyenne historique
- Rendements attrayants et risques limités

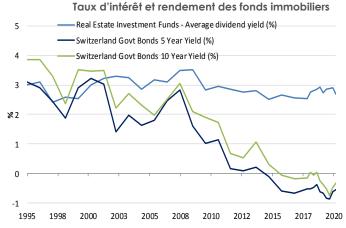
IMMOBILIER	Expe	cted	1	ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
suisse	Ret	sous	expos	ition	neutre	surpondération					
	3mois	1an			-	=	+	++	++		
Fonds de placement	7	7			11/2	1					
Sociétés immobilières	7	7			1.70	i i					
Fondations spécialisées	7	7									
Liquidités		- 14									

#### L'immobilier titrisé succombe aussi à la panique

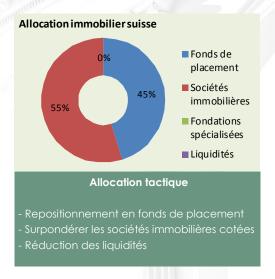
L'immobilier titrisé suisse a également succombé au vent de panique boursière qui a soufflé sur l'ensemble des classes d'actifs en mars. La performance enregistrée par les fonds de placement immobiliers de -6.5% pendant ce mois d'extrême volatilité n'a cependant finalement pas été si négative en comparaison internationale et relativement aux sociétés immobilières suisses cotées. Mais ce résultat occulte toutefois les deux principales phases successives qui ont conduit à ce résultat. En effet, dans la phase initiale de panique et de dégagements inconsidérés d'investisseurs, sans doute trop engagés, la correction des fonds de placement a été de -21%. Nous recommandions à ce moment de reconsidérer plus favorablement le niveau d'exposition global en placements immobiliers en Suisse. Après avoir souligné l'évolution irrationnelle des cours et des agios avant cette période de correction et d'ajustement des valorisations, nous recommandions donc à la mi-mars un repositionnement sur les fonds de placement immobiliers helvétiques comme une diversification désormais plus raisonnable en raison de la correction des agios et des cours. Le rebond observé les jours suivants s'est avéré rapide et puissant (+15%), réduisant à seulement -3.5% la performance globale depuis le début de l'année de ce segment de marché. Les sociétés immobilières suisses, plus directement corrélées aux actions, n'ont cependant enregistré aucun réel rebond après la correction de -27% des cours observée entre le 5 et le 23 mars et terminaient le 1er trimestre sur une correction des valorisations similaires.

#### Attention aux valorisations supérieures à la moyenne historique

Avec la chute de -20% des cours les agios s'étaient nettement contractés en milieu de mois, mais en fin de trimestre, suite au rebond des cours des fonds de placement immobilier, l'agio moyen est remonté à



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



25%. C'est nettement en dessous du niveau de 35% atteint à la fin février, mais cela reste très supérieur au niveau moyen d'agio estimé à 15-20%. Pour les sociétés immobilières cotées, la prime de valorisation s'est très fortement corrigée en tombant de plus de 50% en février à 22.8% à la fin mars.

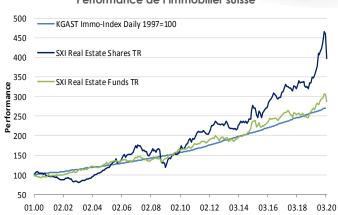
#### Rendements attrayants et risques limités

Le rendement direct des fonds de placement immobiliers a logiquement progressé avec la chute des cours et s'établi en moyenne à 2.5%, tandis que le rendement des sociétés immobilières s'affiche en moyenne à +3.5%. Dans le contexte actuel de crise sanitaire en Suisse limitée à un confinement partiel et compte tenu des mesures de soutien aux entreprises tout à fait exceptionnelles et considérables prises par la Confédération, il nous semble que le marché immobilier suisse ne devrait pas craindre de manière excessive un impact sur l'évolution des loyers. La crise temporaire n'affectera pas majoritairement les loyers des immeubles commerciaux et n'aura par ailleurs aucun effet notable sur les revenus locatifs résidentiels. Nous estimons que les niveaux actuels sont encore attrayant pour une diversification durable dans de l'immobilier titrisé suisse.

#### **IMMOBILIER SUISSE**

31.03.2020		Total Return	Performan	ce		
Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
SXI Real Estate Funds TR	421.2	6.4	-6.3	-3.4	2.1	-3.4
SXI Real Estate Idx TR	2965.5	6.3	-13.4	-9.4	-2.3	-9.4
KGAST Immo-Index*	302.6		3.3	4.1	5.2	0.6
* subject to one-month lag						

#### Performance de l'immobilier suisse



# Actions internationales - Régions

- Opportunités de repositionnement sur les actions
- Rebond plus rapide des actions européennes
- Actions américaines freinées par un news flow négatif sur le Covid-19

ACTIONS	Expe	Expected			ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
Régions	Ret	Return			sous exposition			neutre surpondération				
	3mois	1an			-	=	+	++	++			
Suisse	7	7										
Etats-Unis	7	71										
Eurozone	7	7										
Royaume-Uni	7	71										
Japon	7	71										
Emergents	7	71										
Liquidités							-					

#### Opportunités de repositionnement sur les actions

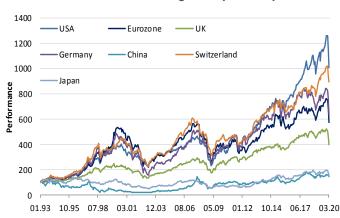
S'il semble difficile d'imaginer maintenant, alors que la crise est encore très présente dans les pays industrialisés, que l'économie mondiale va se remettre de la pandémie, c'est pourtant très certainement ce qui va se produire durant le 2ème trimestre pour l'Asie et le 3ème trimestre pour le reste des principales économies développées. En quelques jours, l'euphorie que nous dénoncions déjà en début d'année comme une complaisance irrationnelle des investisseurs à fait place à une phase de réajustement majeur des anticipations. Un vent de panique a balayé toutes les classes d'actifs sans distinction alors que le spectre d'une récession mondiale de grande ampleur devenait le scénario consensuel.

Aujourd'hui, après des corrections de valeurs d'environ -35% sur les marchés actions internationaux, la question se pose évidemment de savoir si les niveaux de valorisation sont encore excessifs ou s'ils constituent des opportunités de repositionnement à long terme.

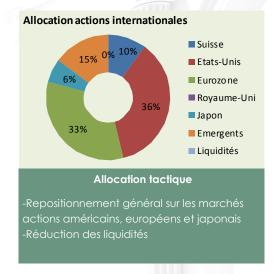
Le principal frein à une décision de réinvestissement des liquidités et de rachat d'actifs risqués est pour l'heure l'absence de visibilité sur la reprise conjoncturelle et sur la capacité des entreprises cotées à traverser cette crise sans un choc durable sur la marche de leurs affaires.

Dans l'ensemble on estime à près de 10 trillions de dollars les montants consacrés dans les divers pays à la lutte contre les effets négatifs du Covid-19 sur le PIB mondial par les banques centrales et les gouvernements.





Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



S'il est encore tôt pour affirmer que ces plans seront suffisants, on peut tout de même constater qu'ils ont suffi à rassurer certains investisseurs. Il faudra peut-être une meilleure assurance que la crise sanitaire est sous contrôle pour qu'une tendance haussière durable s'installe.

La chute des marchés a donc abaissé les scores de risques de nos modèles d'évaluation et justifie depuis la mi-mars une exposition à nouveau plus proche des allocations stratégiques en actions. Les plans de relance sont considérables et devraient soutenir une amélioration du sentiment des investisseurs malgré un news flow toujours négatif sur le plan sanitaire aux Etats-Unis en début de 2ème trimestre encore.

il nous semble aujourd'hui que la plupart des facteurs d'analyse de risques et d'opportunités pointent vers un ratio de risque/rendement favorable à un repositionnement partiel tout au moins sur les actifs rémunérateurs à long terme. En effet, les mesures de soutien décidées par les gouvernements et les banques centrales nous paraissent répondre rapidement aux besoins actuels et futurs à court terme de l'économie.

Nous considérons que si tous les paramètres ne sont pas encore totalement au vert, la correction de -35% des valorisations constitue certainement un niveau d'ajustement suffisant pour une crise sanitaire et un impact économique temporaires.

#### Actions chinoises A et B (base 100)



#### PERSPECTIVES ET STRATÉGIES | Actions internationales - Régions

#### Rebond plus rapide des actions européennes

La crise du Coronavirus a impacté un peu plus durement les actifs en euros que d'autres, les corrections des actions ont en effet été fortes et enregistrent des baisses de plus de -40% dans de nombreux cas. La performance des actions européennes (-40%) depuis le 21 février s'est donc avérée largement inférieure à celle du marché américain, limitée à -32% à ce jour.

La chute des cours boursiers de ces dernières semaines a largement précédé le processus d'ajustement des bénéfices attendus pour l'exercice 2020. Celui-ci prendra certainement plusieurs semaines, voire plusieurs mois, avant que les perspectives se rationnalisent.

Le contexte macro-économique encore très incertain pour les prochains mois ne manquera pas de provoquer des sursauts de volatilité et des risques de nouvelles baisses de valeurs. Cependant, le niveau de valorisation actuel de 10.4x les profits 2020 (non révisés) pour les sociétés européennes se compare à une valorisation de 14.3x (non révisés) pour les titres du S&P500. Dans cet environnement, il nous semble que les chutes de valorisation ont très nettement réduit les risques de positionnement pour des investisseurs orientés à long terme, notamment après les annonces de mesures exceptionnelles de soutien conjoncturel de la BCE et des gouvernements européens.

Nous recommandons une stratégie désormais plus positive et constructive pour les actions européennes avec un horizon temps de douze mois.

#### Actions américaines freinées par un news flow négatif sur le Covid-19

Nous l'avions évoqué avant la chute de ces dernières semaines, le marché actions aux Etats-Unis était surévalué et la complaisance qui avait en particulier caractérisé la dernière phase de hausse des cours en janvier 2020, alors même que le Coronavirus frappait durement la Chine, était pour nous un signe d'irrationalité criante des investisseurs face à l'émergence d'un nouveau risque pourtant majeur.

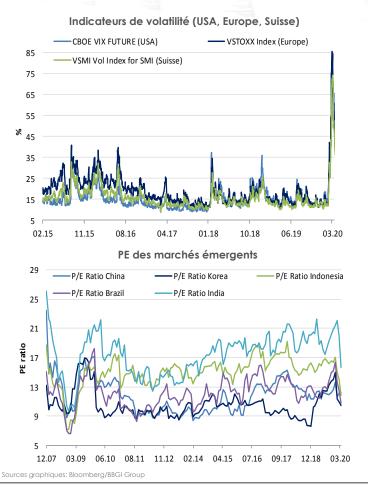
Nous recommandions alors d'adopter une position défensive à l'égard des actions aux valorisations excessives. Aujourd'hui, la crise sanitaire mondiale touche également les Etats-Unis et Wall Street, dont les indices actions ont enregistré des chutes qui ont effacé plus de 35% de la capitalisation boursière américaine en seulement 20 jours. Il sera bien difficile au cours des prochaines semaines de déterminer rationnellement si les niveaux de cours des sociétés américaines cotées reflètent leurs « vraies » valeurs ou si ceux-ci sont encore excessifs aux vues des risques encore imprévisibles de dérapage conjoncturel. Les investisseurs attendaient des mesures concrètes pour se rassurer, ils n'ont pour l'instant pas été déçus par les mesures de soutien massives apportées.

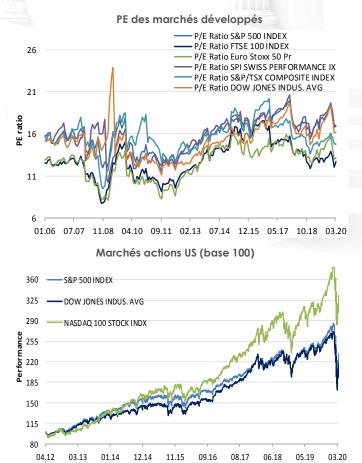
Nous avons annoncé ces derniers jours que le niveau de valorisation des marchés offrait selon nous dans ce contexte des opportunités de repositionnement à moyen-long terme.

Cependant, aux vues de la vitesse à laquelle se développe le rebond des cours (+20%), nous recommandons de rester vigilant en n'écartant pas la probabilité d'un nouvel accès de faiblesse qui pourrait prochainement intervenir avant que ce qui semble être le plus court « bear market » de l'histoire ne se termine réellement.

#### Le Japon profitera de la reprise en Chine

Les ventes (-6.4%) et les profits (-4.6%) des sociétés japonaises ont chuté à la fin 2019 et ne devraient pas s'améliorer en début 2020. Le dernier sondage publié par Reuters auprès de 500 firmes importantes sur la situation des entreprises japonaises suggère désormais que près de 50% des sociétés japonaises ont été affectées par la crise du Coronavirus en constatant des baisses de chiffres d'affaires et des profits. Les deux tiers s'attendent à un impact croissant au cours des prochains mois à mesure que la pandémie développera des effets sur les autres économies internationales. La moitié des sociétés sondées confirment de sérieux impacts sur leurs chaînes de production. L'économie japonaise toujours très orientée vers les exportations a besoin d'un affaiblissement du yen, mais surtout d'une reprise du commerce mondial qui dépendra de la reprise de l'activité en Chine dans un premier temps, puis de la fin de la pandémie ensuite.







Alors que l'activité semble en phase de reprise progressive en Chine après deux mois de crise, le Japon devrait être l'un des premiers pays à en voir quelques effets positifs sur son économie. Il n'est pas exclu non plus que les économies européennes et nord-américaines puissent traverser leurs propres crises sanitaires dans de meilleures conditions et avec des effets moins dramatiques sur leurs économies et par conséquent sur le niveau de leur demande de produits japonais. Dans ce contexte et suite à la correction de plus de -30% des valeurs cotées prenant en compte ces risques, il nous semble aujourd'hui que les actions japonaises offrent des opportunités de repositionnement intéressantes.

#### Les actions britanniques offrent aussi des opportunités

Nous avons longtemps maintenu une recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques en raison des incertitudes toujours élevées liées au Brexit malgré des valorisations raisonnables. Dans le contexte actuel de ralentissement, probablement temporaire, de l'activité économique au Royaume-Uni, nous estimons que les corrections de valorisation de -36% de l'indice FTSE100 sont excessives et ne reflètent pas les perspectives réelles à moyen terme et long terme des actions britanniques. Nous estimons que les chutes de valorisation ont très nettement réduit les risques de positionnement pour des investisseurs orientés à long terme et recommandons une stratégie désormais plus positive et constructive avec un horizon temps de douze mois.

#### Une reprise économique et boursière plus rapide en Asie?

La Chine et d'autres pays en Asie ont été les premiers à ressentir les effets de la pandémie sur leurs économies et pourraient bien être également les premières régions à retrouver une croissance économique décente, malgré la chute probable de la demande internationale et notamment de l'Europe.

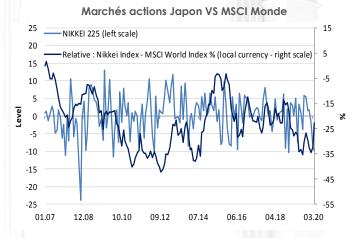
Le marché actions chinois a étonnamment peu souffert de ventes de panique des investisseurs et enregistre la meilleure performance (-8%) des principaux marchés actions sur cette période particulièrement volatile. Il est sans doute encore prématuré d'envisager une nouvelle tendance haussière pour les actions chinoises dans cette situation particulière de marché qui n'offre donc étonnamment que peu d'opportunités de repositionnement à bon compte.

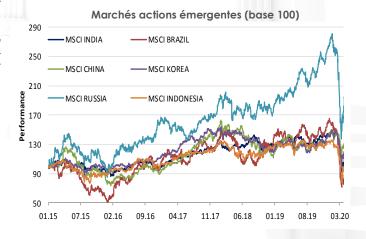
Néanmoins, le retour d'une certaine dynamique économique chinoise pourrait finalement profiter plus à ses partenaires en Asie, dont les marchés boursiers sont au contraire encore très affectés comme l'Australie et le Japon en baisse de -30% à -20%.

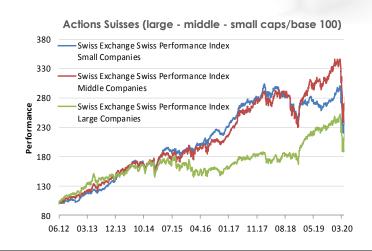
#### INDICES ACTIONS - REGIONS (en monnaies locales)

31.03.2020	Total Return Performance									
N° ISIN	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %		
ACTIONS SUISSES	SPI Swiss Performance Index	11319.5	CHF	6.7	-4.9	-11.8	-7.5	-11.8		
ACTIONS SUISSES SMALL- MID CAPS	SPI Extra Total Return	3781.6	CHF	5.5	-11.5	-18.5	-12.3	-18.5		
ACTIONS EUROPEENNES	STXE 600 € Pr	320.1	EUR	5.4	-14.4	-22.5	-17.7	-22.5		
ACTIONS EUROPEENNES SMALL-MID CAPS	MSCI Europe Small Cap Net TR E	331.3	EUR	7.3	-21.3	-28.9	-20.5	-28.9		
ACTIONS UK	FTSE All-Share Index	3107.4	GBP	4.8	-15.1	-25.3	-22.2	-25.3		
ACTIONS US	S&P 500 Index	2584.6	USD	5.6	-12.4	-19.6	-12.3	-19.6		
ACTIONS US SMALL-MID CAPS	RUSSELL 2500	472.5	USD	6.2	-21.7	-29.7	-23.7	-29.7		
ACTIONS JAPON	NIKKEI 225	18917.0	JPY	5.5	-9.8	-19.3	-12.1	-19.3		
ACTIONS JAPON SMALL- MID CAPS	Russell/Nomura Mid- Small Cap I	722.3	JPY	6.9	-5.2	-19.5	-12.3	-19.5		
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPAN	MSCI AC Asia Pac Ex Japan	436.3	USD	6.8	-14.0	-20.7	-12.2	-20.7		
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPAN SMALL-MID CAPS		666.9	USD	10.4	-21.1	-29.0	-24.6	-29.0		
ACTIONS EMERGENTES	MSCI EM	848.6	USD	5.9	-15.4	-23.6	-14.5	-23.6		
ACTIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES (USD)	MSCI Daily TR Net World	5455.1	USD	6.5	-13.2	-21.1	-14.3	-21.1		









#### **Actions internationales - Secteurs**

- Maintien d'un positionnement sectoriel défensif
- Surpondération de la santé, de la consommation de base, des télécommunications et des mines d'or
- Sous-pondération du secteur technologique
- Privilégier les valeurs en position dominante de marché

Allocation actions international	les
10% 3% 14% 2% 6% 13% 20% 11%	■ Consumer staples ■ Healthcare ■ Telecomunications ■ Utilities ■ Consumer discretionary ■ Energy ■ Financials ■ Real Estate ■ Industrials ■ Information technology ■ Materials
Allocation taction	que
<ul> <li>Sous-pondérer les valeurs du la technologie</li> <li>Surpondérer la santé, la con base, l'énergie et les mines d</li> </ul>	sommation de

ACTIONS	Expe	cted	ALLOCATION (Portefeuille CHF)						)
Secteurs	urs Return sous exposition		neutre	surpo	ondéra	ation			
	3mois	1an			-	=	+	++	++
Consumer staples	7	7							
Healthcare	77	77							
Telecommunications	7	7						-	
Utilities	71	7							
Consumer discretionary	7	7							
Energy	7	77							
Financials	71	7							
Real Estate	71	7							
Industrials	71	7							
Information technology	71	7							
Materials	7	77							

**INDICES ACTIONS - SECTEURS** Last price Curr. 7 d % 1 m % 3 m % 6 m % YTD % CONSUMER DISCRETIONAR MSCI WORLD/CONS DIS 216.3 USD 3.4 -14.6 -21.9 -16.5 -21.9 MSCI WORLD/CON CONSUMER STAPLES 2166 USD 76 -48 -132 -108 -132 ENERGY MSCI WORLD/ENERGY 107.4 USD 9.9 -29.3 -44.6 -41.7 -44.6 MSCI WORLD/FINANCE 85.2 USD 5.6 -22.3 -31.8 -25.7 -31.8 **FINANCIALS** MSCI WORLD/HLTH HEALTHCARE 245.8 USD 10.5 -3.5 -11.3 0.9 -11.3 MSCI WORLD/INDUSTRL 203.1 USD 8.0 -17.7 -26.0 -20.5 -26.0 INDUSTRIALS MSCI WORLD/MATERIAL 198.7 USD 5.6 -13.3 -26.2 -19.8 -26.2 MATERIALS MSCI WORLD/REAL ESTATE 176.2 USD 10.4 -18.1 -23.1 -22.1 -23.1 REAL ESTATE MSCI WORLD/INF 269.4 USD 3.9 -9.3 -13.1 -0.8 -13.1 TECHNOLOGY MSCI WORLD/TEL SVC TELECOMMUNICATION USD 3.9 -11.9 -17.4 -10.7 -17.4

MSCI WORLD/UTILITY

Au cours du trimestre écoulé la dispersion des performances sectorielles a atteint des niveaux extrêmes dans toutes les régions. Aux Etats-Unis, seuls 10 segments de l'indice S&P500 ont pu enregistrer des performances positives sur 158 groupes composant l'indice. Le segment des mines d'or vient en tête du palmarès avec une hausse de +31.9% et jouait ainsi parfaitement son rôle d'assurance en phase de crise. En moyenne, les 9 autre segments positifs n'enregistraient qu'une progression d'environ +5%. Sur les 148 autres groupes, 80 réalisaient des performances inférieures à celle du S&P500 (-13.6%). Les secteurs pétroliers, les transports, l'hôtellerie, l'automobile subissaient plus fortement les effets de la crise sanitaire et du choc conjoncturel immédiat issu du confinement des populations.

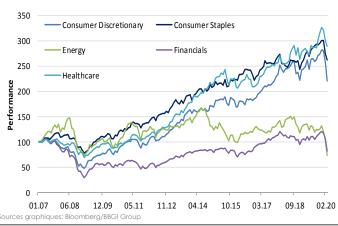
Notre positionnement sectoriel international privilégiait notamment les valeurs défensives au cours des derniers mois telles que les valeurs du secteur de la santé et les matériaux de base essentiellement constitués de sociétés aurifères. Les secteurs défensifs qui ont été privilégiés à court terme pour réduire le risque global des portefeuilles actions ont ainsi joué leur rôle comme nous l'attendions.

Nous recommandons d'adopter une stratégie visant à obtenir une répartition sectorielle toujours plus défensives dans le contexte actuel incertain du début d'année, cette politique de placement est maintenue au 2ème trimestre 2020. Les secteurs ayant le plus souffert des anticipations de récession mondiale ne seront pas systématiquement les gagnants d'une normalisation des perspectives au cours des prochains mois. Notre stratégie sectorielle privilégiera encore une approche défensive au 2ème trimestre favorisant les secteurs de la santé, de la consommation de base et des télécommunications. Parmi les secteurs pouvant toutefois présenter des opportunités en matière de valorisation et de prise en compte des risques d'affaiblissement conjoncturel, les REITs et le secteur énergies nous semblent aujourd'hui attrayants. Nous privilégions également les sociétés dominantes dans leurs secteurs respectifs.

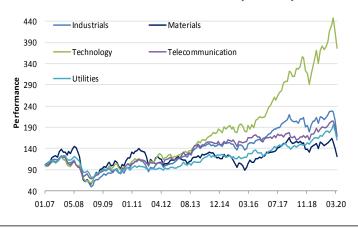
Nous conservons encore une expositions sous-pondérée aux valeurs technologiques aux valorisation toujours très élevées.



128.7 USD 10.4 -11.6 -13.6 -11.7 -13.6



#### Performance des secteurs MSCI World (base 100)



UTILITIES

#### **Actions suisses**

- La panique a aussi gagné le marché suisse
- Un marché défensif plus attrayant désormais
- Nouvelles opportunités à long terme

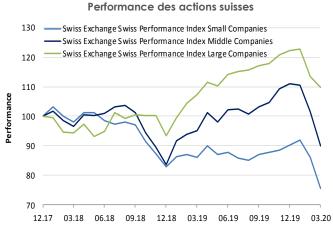
ACTIONS	Expe	cted	-	ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
Capitalisations	Return		sous	sous exposition		neutre surpondér		ation			
	3mois	1an			-	=	+	++	++		
Small	7	7									
Medium	7	7				7-					
Large	7	71			1 1						

#### La panique a aussi gagné le marché suisse

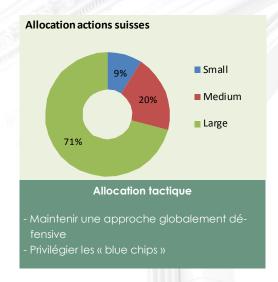
En début d'année, nous recommandions d'adopter une stratégie plus défensive en raison notamment du niveau de valorisation déjà élevé aux vues des réelles perspectives de croissance des profits en 2020 et de la complaisance extrême qui semblait caractériser le comportement des investisseurs face à l'analyse rationnelle des opportunités et des risques.

La hausse des marchés actions des six premières semaines avait en effet étiré les valorisations et les niveaux de risque extrêmement élevés, ce qui ne semblait pas inquiéter la majorité des intervenants. Depuis ce moment, la survenance d'un nouveau facteur d'incertitude et de risque représenté par le Covid-19 a totalement renversé les perceptions et a provoqué une phase de panique dans les marchés boursiers. La 1ère vague de correction de -13.5% du SMI depuis le 19 février pouvait encore tenter certains investisseurs, mais nous estimions au contraire que le contexte sanitaire et les perspectives conjoncturelles devaient alors suggérer la prudence. Après une première phase de correction des cours boursiers, nous recommandions de maintenir une approche de préservation du capital. Le flux de mauvaises nouvelles ne nous semblait pas prêt de se tarir en Europe et nous recommandions dès lors encore la prudence dans cet environnement particulièrement incertain. La panique boursière qui s'est ensuite développée a été accompagnée d'une correction de -35% des cours en quelques

La panique a donc aussi touché la Suisse et n'a pas épargné les « blue chips » du SMI. Si le caractère défensif du marché suisse n'a pas empêché la chute de nos indices SMI et SPI dans un premier temps, le rebond qui s'est ensuite dessiné depuis le 17 mars a été très significatif. En fin de trimestre, les actions suisses enregistraient l'une des meilleures réactions et pouvaient terminer le trimestre sur une baisse limitée à -11.8%, un résultat plutôt positif en comparaisons internationales (-21%).



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



#### Un marché défensif plus attrayant désormais

En début d'année nous écrivions que « le marché suisse continue de profiter de quelques avantages qui pourraient bien encore en 2020 lui permettre de rester dans le peloton de tête des meilleurs « performeurs » des marchés développés. En effet, dans l'environnement économique et politique actuel, les actions suisses conservent quelques atouts essentiels. Le marché suisse est en général perçu comme un marché défensif, notamment en raison du poids de ses trois grands « blue chips » que sont Novartis, Roche et Nestlé. Le secteur pharma et le secteur alimentation sont des segments défensifs par excellence qui peuvent encore séduire en 2020 les investisseurs et stratèges en quête de positionnement sur des valeurs défensives solides. Un processus de sélection de « blue chips » défensifs de qualité offrant des rendements de dividendes attravant dans une devise réputée solide ne passera sans doute pas à côté de la Suisse. Une allocation en actions devrait dans ce sens très logiquement être composée de valeurs plus défensives. Le marché suisse recèle un nombre important de valeurs dont la capacité à générer des cash-flows est élevée en comparaison internationale. Les sociétés suisses sont bien gérées, profitent d'un environnement politique stable et sont souvent leader dans leurs domaines respectifs. Elles devraient encore être recherchées par les investisseurs internationaux pour ces caractéristiques et pour la visibilité de leurs croissances bénéficiaires.»

#### Nouvelles opportunités à long terme

Après un crash de marché historique qui a réduit de -35% les valorisations des titres suisses et face à une incertitude toujours élevée en début de 2ème trimestre, les actions suisses nous semblent aujourd'hui plus que jamais représenter le compromis adéquat pour une prise de risque mesurée. Après avoir recommandé de mettre en œuvre des stratégies de préservation de capital dans le but de protéger les expositions en titres suisses d'une baisse des cours attendue, depuis la mimars notre politique de placement favorise une diminution, voir une élimination complète de ces stratégies de protection. En d'autres termes, nous considérons que les corrections de valeurs consécutives au « bear market » de février-mars ont certainement déjà pris en compte les risques de chute des profits des multinationales suisses pour une période qui nous semble supérieure aux réels effets probables du Covid-19 sur l'économie suisse et sur l'évolution du PIB mondial.

#### **ACTIONS SUISSES - Capitalisations**

31.03.2020		Total Retur	n Performa	nce		
Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
SPI SWISS PERFORMANCE IX	11319.5	6.7	-4.9	-11.8	-7.5	-11.8
SPI SMALL COMPANIES INDX	20916.8	4.5	-12.2	-16.3	-13.2	-16.3
SPI MIDDLE COMPANIES IDX	14887.3	5.9	-11.3	-19.0	-12.9	-19.0
SPI LARGE COMPANIES INDX	10967.1	6.9	-3.3	-10.2	-6.2	-10.2



#### **Actions suisses - Secteurs**

ACTIONS SUISSES	Expe	Expected			ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
Secteurs	Return			sous exposition		neutre surpon		ondéra	ation			
	3mois	1an				-	=	+	++	++		
Consumer staples	7	7							- Called In			
Healthcare	77	77					14.74					
Telecommunications	7	7	11									
Consumer discretionary	7	7	11				o.b.			1		
Financials	7	7	11		11/1/2							
Real Estate	77	77	11				_	7		18/		
Industrials	7	7	11	-								
Materials	7	7										

#### Perspectives de hausse limitées au 2ème trimestre

En ce début de trimestre, le confinement reste la règle dans la plupart des pays et les stratégies de sortie de crise ne semblent toujours pas très claires. D'un point de vue technique, les actions suisses ont pu enregistrer un rebond significatif après la phase de panique, qui avait sans doute très largement exagérés les risques macroéconomique. Le niveau actuel se situe désormais à peine -10% en dessous du niveau du début d'année 2020 ce qui, dans le contexte actuel, peut constituer un nouveau seuil de risque. En effet, la période de publication des profits des entreprises pour le 1er trimestre est aussi l'occasion de donner des indications sur leurs prévisions économiques pour le reste de l'année. Il nous semble difficile d'envisager des surprises positives en ce sens alors que la visibilité économique est extrêmement réduite pour la plupart des secteurs.

D'un point de vue sectoriel, nous recommandons une allocation centrée sur les secteurs défensifs traditionnels tels que la santé, l'alimentation et les télécommunications. Nous n'excluons pas une nouvelle phase de faiblesse des marchés financiers et des actions suisses pendant le 2ème trimestre, en particulier si les rebonds techniques actuels poussent encore les cours des indices boursiers sensiblement plus haut.

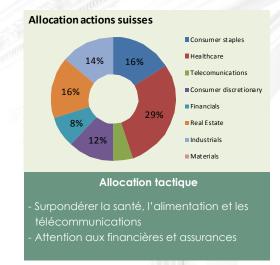
#### Le rendement du dividende n'est plus assuré en 2020

Les rendements du dividende des indices actions suisses sont toujours attrayants d'un point de vue relatif aux obligations. Mais il faut rester particulièrement attentif aux risques croissants d'interruption de distribution des dividendes en 2020. Il ne sera peut-être plus possible pour certaines entreprises de maintenir une distribution de dividende si les cash-flows subissent des contractions sensibles en raison d'une récession de plusieurs trimestres. Le secteur des assurances et le secteur bancaire sont sur ce plan plus en danger que la santé, l'alimentation et les télécommunications. Attention à prendre en considération ces éléments dans la mise en œuvre de politiques de placement fondées sur le rendement du dividende.

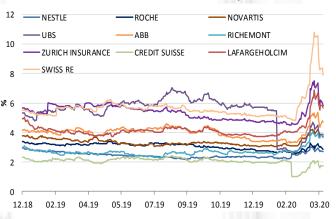
#### **ACTIONS SUISSES - SECTEURS**

710110110 0010020						
31.03.2020		Total Retur	n Performa	nce		
Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
MSCI SWITZ/CONS DIS	189.7	-2.0	-19.9	-32.5	-29.6	-32.5
MSCI SWITZ/CON STPL	328.8	5.9	0.8	-4.7	-7.4	-4.7
MSCI SWITZ/FINANCE	44.7	7.3	-16.1	-26.1	-21.6	-26.1
MSCI SWITZ/HLTH CARE	173.3	9.2	0.9	-3.7	2.3	-3.7
MSCI SWITZ/INDUSTRL	151.8	3.6	-10.4	-21.0	-10.1	-21.0
MSCI SWITZ/MATERIAL	288.9	3.3	-7.5	-14.8	-4.1	-14.8
MSCI SWITZ/REAL ESTATE	1102.9	5.1	-16.7	-13.6	-1.0	-13.6
MSCI SWITZ/TEL SVC	98.3	0.5	1.3	1.5	5.7	1.5

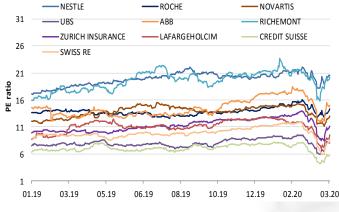
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



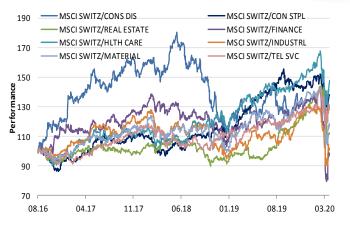




PE ratio - Top 10



#### Performance des secteurs - actions suisses



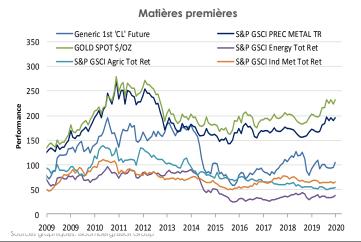
# Matières premières

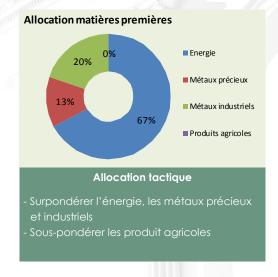
- La guerre du brut met à terre les indices de matières premières
- Le pire est déjà passé, c'est le moment de se repositionner
- Hausse des cours du brut au second semestre, prix moyen 50\$
- Retour massif de la demande d'investissement en or physique

MATIERES PREMIERES	Expe	Expected		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	Ret	Return so		expos	ition	neutre	surpo	ondéra	tion		
	3mois	1an			-	=	+	++	++		
Energie	77	77			y A						
Métaux précieux	71	7			1.70						
Métaux industriels	71	77									
Produits agricoles	7	7									



Les perspectives pour 2020 s'annonçaient favorables pour les matières premières dans un environnement de renforcement conjoncturel probable soutenu par une trêve longtemps attendue entre la Chine et les Etats-Unis. Le secteur manufacturier devait enfin se reprendre et la demande de matières premières était globalement attendue en hausse pour la plupart d'entre elles dans ce contexte positif. L'épidémie de Covid-19 a d'abord joué les troubles fêtes en début d'année en créant une première phase d'incertitude sur l'évolution à court terme de la demande chinoise qui a initialement pénalisé les métaux industriels en janvier. L'indice S&P Goldman Sachs Industrial Metals chutait d'un peu plus de -9%, une baisse nettement plus mesurée que celle observée sur le brut américain (WTI) de près de -20%, alors que les cours de l'or ne s'appréciaient que de +5%. La crise sanitaire en Chine choquait les marchés des matières premières, mais c'est lorsque l'épidémie qui devait être contenue en Chine a fait son apparition en Italie que les marchés se sont affolés. Lorsque les risques de pandémie et de ralentissement mondial ont été perçus comme de plus en plus probables, les cours de l'énergie et des métaux industriels ont accru leurs déclins. Un événement additionnel spécifique est cependant venu ajouter de l'huile sur le feu et pousser définitivement les cours de la plupart des matières premières à la baisse. La déclaration de guerre de l'Arabie saoudite au pétrole de schiste américain intervenait en début mars, alors qu'il était clair que la Chine, plus gros consommateur de matière premières et de pétrole au monde allait voir son économie ralentir très fortement et provoquer un choc négatif de la demande de matières premières. Les deux grands segments du marché que sont l'énergie et les métaux industriels ont subi des chutes de cours logiquement liées à l'effondrement des perspectives conjoncturelles à court terme. L'indice du segment énergie plongeait de -61.1% sur le trimestre alors que les métaux industriels limitaient leur baisse à -17.6%. Même le secteur des produits agricoles ne parvenait pas à résister au changement radical de climat boursier et finissait le trimestre en déclin de





-9.4%. Dans cet environnement marqué par de nouvelles perspectives économiques inquiétantes, l'incertitude ambiante profitait aux métaux précieux en hausse de +2.1%, mais surtout à l'or qui jouait à nouveau efficacement son rôle de valeur refuge et progressait de +4%. Le 1er trimestre s'avère donc particulièrement difficile aussi pour les matières premières comme classe d'actifs dont la baisse globale s'affiche à -42.3%, sous l'impulsion essentielle des cours du brut.

#### Le pire est déjà passé, c'est le moment de se repositionner

Les matières premières ont subi un choc plus intense que les marchés actions mais n'ont pas encore bénéficié, à l'heure où nous écrivons ces lignes, du retour des investisseurs, comme cela s'est déjà produit pour dans les marchés actions et les autres actifs risqués. Le scénario macroéconomique dominant pour les matières premières reste pour l'instant marqué par le consensus toujours négatif sur les perspectives de croissance mondiale et notamment de la reprise chinoise pourtant déjà en cours. D'autre part, la situation du marché du pétrole tout à fait extraordinaire depuis quelques semaines n'engage pas à l'optimisme. L'action menée par l'Arabie saoudite pour reconquérir des parts de marché et frapper l'industrie du pétrole de schiste responsable de la surproduction mondiale ne peut avoir d'effets immédiats. Mais à terme, une baisse des cours du brut devrait provoquer des dommages importants à la chaîne de production du brut américain qui pourrait avoir des effets plus durables. En phase de ralentissement conjoncturel mondial, l'action de l'Arabie saoudite peut sembler inconsciente car elle accroit l'écart entre la production effective et la demande de brut en déclin au moment où les capacités de stockage mondiales commencent à saturer. Nous estimons que le 2ème semestre devrait réunir toutes les conditions d'une remontée très nette des cours des matières premières lorsque les anticipations de croissance économiques auront intégré les nouvelles perspectives post Covid-19. Le pire nous semble déjà passé pour les métaux industriels et pour les cours de l'énergie

#### INDICES MATIERES PREMIERES (en USD)

31.03.2020				Total Ret	urn Perfori	mance		
INP ISIN	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
	MSCI Daily TR Net World USD	5455.06	USD	6.46	-13.23	-21.05	-14.30	-21.05
GLOBAL	S&P GSCI Tot Return Indx	1494.3	USD	-5.6	-29.4	-42.3	-37.6	-42.3
WTI CRUDE	Generic 1st 'CL' Future	20.5	USD	-14.7	-54.2	-66.5	-62.1	-66.5
BRENT OIL	Generic 1st 'CO' Future	22.7	USD	-16.2	-55.0	-65.5	-62.6	-65.5
NATURAL GAS	Generic 1st 'NG' Future	1.6	USD	-0.8	-2.6	-25.1	-29.6	-25.1
OR	GOLD SPOT \$/OZ	1577.2	USD	-3.4	-0.5	3.9	7.1	3.9
ARGENT	Silver Spot \$/Oz	14.0	USD	-2.1	-16.1	-21.7	-17.8	-21.7
AGRICULTURE	S&P GSCI Agric Indx Spot	274.1	USD	-1.4	-4.1	-9.2	-2.4	-9.2
INDUSTRIAL METALS	S&P GSCI Ind Metal Spot	267.9	USD	1.8	-10.1	-17.4	-16.2	-17.4

#### PERSPECTIVES ET STRATÉGIES I Matières premières

Nous recommandons une surpondération de ces deux segments de marché dans une logique de repositionnement à moyen terme des matières premières au sein de portefeuilles diversifiés notamment. En ce qui concerne les métaux précieux et l'or en particulier il est indispensable de souligner les risques de remontée de l'inflation après les injections annoncées de liquidités dans le système financier international et dans l'économie mondiale. Les cours de l'or devraient encore s'apprécier au-delà de 1'700.- \$ l'once et atteindre le sommet déjà enregistré en 2011 de 1'900.- \$ l'once.

# Hausse des cours du brut au second semestre, prix moyen de 50\$ en 2020

La structure des prix à terme pour le pétrole semble clairement indiquer une prochaine hausse importante des cours du brut. En effet, le marché des futures pour le brent présente déjà une situation exceptionnelle de « contango ». L'écart actuel entre les prix « spot » et le prix du baril de pétrole dans six et douze mois est à nouveau le plus élevé depuis 2014 et s'établi entre 6\$ et 7\$. Le marché s'attend donc à une augmentation temporaire des inventaires, qui sera suivie d'une reprise de la demande et une hausse significative des cours de près de +20%. Notre scénario global pour l'année 2020 privilégie une évolution du marché en deux phases. La première phase est en cours et se caractérise par une diminution de la demande liée à la crise du Covid-19 (entre 0.5 et 1 million de barils par jour) et à une augmentation de l'offre poussée par la stratégie de conquête de parts de marchés de l'Arabie saoudite d'environ 1.5 millions de barils par jour. Nous estimons qu'une période de quelques mois d'offre excédentaire provoquera une hausse des inventaires d'environ 2.5 millions de barils par jour. Une diminution probable de la production américaine, un accord sur de nouveaux quotas de l'OPEP+ incluant la Russie et une reprise ultérieure de la demande (+1 million de barils par jour) après la crise du Covid-19 devrait caractériser le deuxième semestre. Ces conditions de marchés devraient permettre d'atteindre un cours moyen de 50\$ sur l'année 2020. En résumé, la chute de ces dernières semaines s'apparente donc à celle observée en 2015 qui avait touché 26\$ le baril avant de rebondir au-delà de 50\$ et de se stabiliser ensuite pendant quatre ans entre 50\$ et 60\$. La stratégie initiale de l'Arabie saoudite qui cherchait à réduire la production de l'OPEP pour maintenir un équilibre entre l'offre et la demande dans le contexte de baisse des perspectives économiques liées au Covid-19 n'a pas été suivie par la Russie. L'Arabie saoudite a temporairement fait chuter les cours qui devraient selon nous remonter progressivement au-dessus de 50\$.

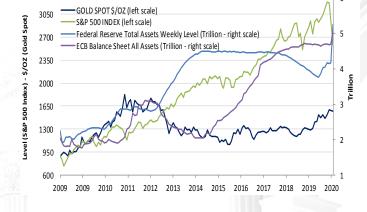
#### Retour massif de la demande d'investissement en or physique

En début d'année nous estimions que les cours de l'or devraient être soutenus par une reprise de la demande d'investissement provoquée par la volonté de se prémunir contre les risques d'une augmentation de la volatilité dans les marchés financiers après une année 2019 tout à fait exceptionnelle. Les dernières semaines sont venues confirmer cette prévision qui a vu les quantités d'or physique détenues dans des ETF bondir de 82.9 en décembre 2019 à 92 millions d'onces au 8 avril 2020, dépassant très nettement le niveau maximum historique atteint en 2012 de 82.5 millions d'onces. Le retour massif des investissements en or physique n'est seulement lié à la hausse hors normes des incertitudes, mais elle s'appuie déjà sur de nouveaux développements possibles des indices de prix au cours des prochains mois suite aux injections massives de liquidités. Rappelons qu'on estime déjà à environ 10 trillions les iniections de liquidités aui interviendront au cours des prochains mois suite aux décisions annoncées par les banques centrales et les gouvernements. Un retour de l'inflation qui semble pourtant impensable en période de fort ralentissement conjoncturel!

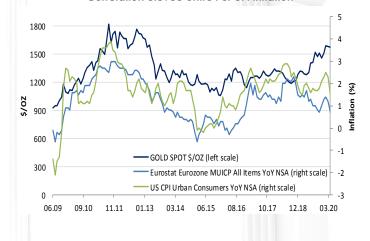
#### Regain d'intérêt pour les métaux industriels

Les métaux industriels ont aussi subi le choc de perspectives conjoncturelles en contraction. La hausse des inventaires est indéniable et les effets sur les prix ont déjà été considérables en 2019 et se sont encore accru en mars 2020. Un retour à l'équilibre entre l'offre et la demande n'est sans doute pas proche, mais les capacités de stockage sont cependant plus importantes et faciles à mettre en œuvre. Nous estimons que la perception des effets de la crise sanitaire sur la conjoncture chinoise et mondiale devrait prochainement s'améliorer et favoriser un regain d'intérêt pour les métaux industriels.

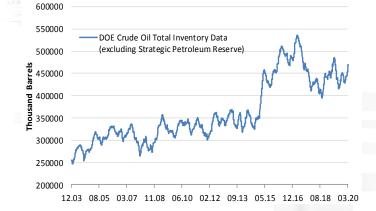
#### Corrélation élevée entre l'or et la liquidité mondiale



#### Corrélation élevée entre l'or et l'inflation



#### Inventaires de pétrole (États-Unis)



#### Écart de prix entre le pétrole WTI et Brent



 $07.06\ 07.07\ 08.08\ 08.09\ 09.10\ 10.11\ 10.12\ 11.13\ 12.14\ 12.15\ 01.17\ 02.18\ 02.19\ 03.20$ 



## **Hedge Funds**

Reculs limités des hedge funds

# **Private Equity**

Moins bon trimestre des dix dernières années

#### Reculs limités des hedge funds

Les hedge funds n'échappent pas au contexte économique difficile de ce premier trimestre de l'année. Ils parviennent malgré tout à limiter leur recul de manière plus importante que les marchés actions internationaux. En effet, l'indice global des hedge funds a tout d'abord évolué latéralement en janvier-février avant de perdre -5.88% en mars, portant sa correction trimestrielle à -6.85%.

Les différentes stratégies n'ont cependant pas connu la même réussite avec des résultats divergeant significativement. Ainsi, tandis que les stratégies « macro/CTA » (-1.18%), « relative value arbitrage » (-5.44%) et « event driven » (-5.51%) affichent des performances supérieures à -6%, le type de gestion « equity hedge » chute de -13.33% en 2020.

#### Moins bon trimestre des dix dernières années

Le segment du private equity a fortement souffert de la hausse de la volatilité dès la fin du mois de février, où la progression depuis le début de l'année était de près de +10%, jusqu'à l'avant-dernière semaine de mars. Ainsi, suite à une correction marquée de -48%, la classe d'actifs a bénéficié d'un « relief rally » pour rebondir de +28% en l'espace de trois journée de bourse seulement et clôturer le trimestre en recul de -30.48%, effaçant entièrement la plus forte hausse annuelle des dix dernières années survenue en 2019 (+45.40%).

L'ensemble des zones géographiques suit un mouvement relativement semblable avec les Etats-Unis (-35.31%), l'Europe (-30.98%) et le Royaume-Uni (-31.30%) corrigeant tous trois de plus de -30% au cours des trois premiers mois de l'année.

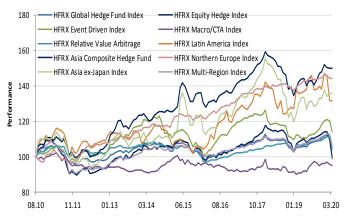
#### INDICES GESTION ALTERNATIVE (en USD)

31.03.2020				<b>Total Return Perf</b>	ormance			
Nº ISIN	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	HFRX Global Hedge Fund Index	1203.9	USD	2.0	-5.9	-6.9	-4.5	-6.9
EQUITY HEDGE	HFRX Equity Hedge Index	1104.6	USD	3.0	-9.6	-13.3	-11.0	-13.3
EVENT DRIVEN	HFRX Event Driven Index	1528.7	USD	1.8	-5.5	-5.5	-0.4	-5.5
MACRO/CTA	HFRX Macro/CTA Index	1166.7	USD	0.5	-0.8	-1.2	-1.4	-1.2
RELATIVE VALUE ARBITRAGE	HFRX Relative Value Arbitrage	1179.9	USD	2.5	-6.1	-5.4	-3.9	-5.4
LATIN AMERICA*	HFRX Latin America Index	2148.7	USD	-	0.0	-10.5	-4.5	-10.5
ASIA COMPOSITE*	HFRX Asia Composite Hedge Fund Index	2415.9	USD	-	0.0	-1.4	4.5	-1.4
NORTHERN EUROPE*	HFRX Northern Europe Index	2080.0	USD	-	0.0	-1.6	0.2	-1.6
ASIA EX-JAPAN*	HFRX Asia ex-Japan Index	2561.2	USD	-	0.0	-1.5	4.7	-1.5
MULTI-REGION	HFRX Multi-Region Index	1316.2	USD	2.4	-6.2	-5.7	-3.5	-5.7
* Cubinet to one month les								

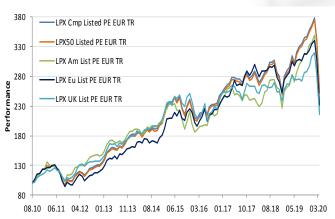
INDICES PRIVATE EQUITY (en EUR)

31.03.2020	Total Reform Performance							
Nº ISIN	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
COMPOSITE	LPX Cmp Listed PE EUR TR	211.3	EUR	8.7	-25.9	-30.6	-26.4	-30.6
MAJOR COMPANIES	LPX50 Listed PE EUR TR	1995.8	EUR	8.7	-25.8	-30.5	-26.1	-30.5
USA	LPX Am List PE EUR TR	289.5	EUR	10.1	-30.3	-35.3	-31.5	-35.3
EUROPE	LPX Eu List PE EUR TR	738.5	EUR	7.9	-25.3	-31.0	-27.5	-31.0
UK	LPX UK List PE EUR TR	241.3	EUR	15.3	-23.9	-31.3	-24.6	-31.3

#### Indices gestion alternative



#### Indices private equity





# STRATÉGIE GLOBALE ET ALLOCATION D'ACTIFS

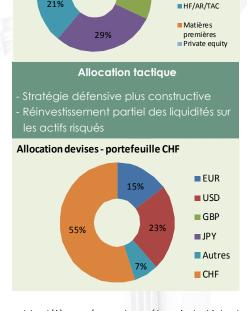


# STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

#### Portefeuille multi-actifs CHF

- Nouvelles opportunités pour les obligations d'entreprises
- Repositionnement sur l'immobilier titrisé
- Augmentation de l'allocation en actions
- Opportunités pour les matières premières et le Private Equity

ACTIFS	Expe	Expected			ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	Ret	Return		sous exposition		tion neutre		e surpondérati				
	3mois	1an			-	=	+	++	++			
Liquidités	7	7			#1							
Obligations	7	7										
Immobilier	7	7										
Actions	7	7										
HF/AR/TAC	7	7										
Matières premières	7	7			117							
Private equity	7	7										



Allocation actifs - portefeuille CHF

14%

4%% 10%

■ Liquidités ■ Obligations

■Immobilier ■Actions

#### Allocation d'actifs

Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

#### **Obligations**

Les taux d'intérêt ont réagi en mars à l'accroissement des risques de pandémie et de ses effets sur les perspectives de croissance mondiale pour 2020, alors que les Etats-Unis devenaient désormais l'épicentre de la pandémie. Suite à la chute historique des rendements, les perturbations observées dans le marché des crédits ont poussé les taux au-delà des niveaux qui prévalaient avant la chute des marchés. Les paquets fiscaux qui sont venus s'ajouter aux plans d'injections de liquidités des banques centrales ont soutenu le retour de quelques craintes inflationnistes et des nouvelles exigences de rendement plus élevés liées à l'accroissement des déficits budgétaires et du ratio d'endettement des Etats par rapport au PIB. Les primes de risque pour les segments « corporate », « high yield » ou émergents se sont reconstituées et offrent désormais de meilleurs ratios rendement/risque. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

#### **Actions**

La chute des actions jusqu'à la mi-mars a certainement été excessive à court terme. Les scores de risque se sont déplacés rapidement en mars dans la zone de risque plus faible, avant de s'établir en fin de mois pour l'ensemble des marchés sur un risque un peu supérieur en raison du rebond rapide enregistré pendant la deuxième partie du mois. Nous avons recommandé en milieu de mois de repasser en position neutre à légèrement surpondérée sur la classe d'actifs avant le rebond des cours. Aux niveaux actuels, nous recommandons de maintenir des pondérations plus constructives mais raisonnables en raison de l'incertitude qui subsiste encore.

#### Matières premières

Les matières premières ont subi un choc plus intense que les marchés actions mais n'ont pas encore bénéficié, à l'heure où nous écrivons ces lignes, du retour des investisseurs. Nous estimons que le 2ème semestre devrait réunir toutes les conditions d'une remontée très nette des cours des matières premières lorsque les anticipations de croissance économiques auront intégré les nouvelles perspectives post

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Covid-19. Le pire nous semble déjà passé pour les métaux industriels et pour les cours de l'énergie. Les métaux précieux sont favorisés.

#### **Immobilier**

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Après avoir attiré l'attention sur les niveaux de risque élevés pour l'immobilier, nous suggérons aujourd'hui après les corrections de valeurs injustifiées de l'immobilier titrisé de reprendre une allocation tactique surpondérée, tant en Suisse qu'à l'international. Nous privilégions les marchés immobiliers de pays ou de régions qui peuvent compter sur l'action de banques centrales puissantes et sur l'engagement de gouvernements disposant de moyens suffisants pour mettre en œuvre les mesures fiscales et budgétaires efficaces. Notre allocation régionale favorise donc les Etats-Unis et l'Europe continentale.

#### Devises

Le Covid-19 a accru temporairement la demande de francs suisses, mais nous estimons que celle-ci diminuera avec l'amélioration de la situation sur le plan sanitaire. Le dollar US reste la devise privilégiée, malgré la nette réduction du différentiel de rendement qui prévalait jusqu'à l'émergence de la crise actuelle.

YTD

Q1 2020

Performance	des	marchés	-	Q1	2020

		local	CHF	local	CHF			local	CHF	local	CHF
Devises						Taux d'intérê	et à 3 mois	(niveau)			
USD/CHF		-0.6%		-0.6%		CHF		-0.66%			
EUR/CHF		-2.3%		-2.3%		EUR		-0.25%			
GBP/CHF		-6.9%		-6.9%		USD		1.45%			
JPY/CHF		0.3%		0.3%		JPY		-0.05%			
Marchés acti	ons					Marchés obli	gataires				
Monde	MSCI World USD	-21.1%	-21.5%	-21.1%	-21.5%	Monde	Citi Gr Global Govt USD	2.0%	1.4%	2.0%	1.4%
Europe	DJ Stoxx 600	-22.6%	-24.4%	-22.6%	-24.4%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	0.3%	-2.0%	0.3%	-2.0%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	-25.6%	-27.3%	-25.6%	-27.3%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	6.9%	-0.6%	6.9%	-0.6%
	MSCI Europe S.C.	-29.0%	-30.7%	-29.0%	-30.7%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	-2.6%	-2.6%	-2.6%	-2.6%
Allemagne	Dax 30	-25.0%	-26.7%	-25.0%	-26.7%		SBI Govt	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
France	Cac 40	-26.5%	-28.2%	-26.5%	-28.2%	USA	US Ser-E Gov > 1	8.2%	7.6%	8.2%	7.6%
Royaume Uni	FTSE 100	-24.8%	-30.0%	-24.8%	-30.0%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-0.4%	0.0%	-0.4%	0.0%
Suisse	SPI	-11.8%	-11.8%	-11.8%	-11.8%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-11.8%	-12.3%	-11.8%	-12.3%
	SMI	-12.3%	-12.3%	-12.3%	-12.3%						
	MSCI Swiss S.C.	-19.1%	-19.5%	-19.1%	-19.5%	Divers					
Amérique Nord	SP500	-20.0%	-20.5%	-20.0%	-20.5%		Indice LPP 25	-6.4%	-6.4%	-6.4%	-6.4%
	Nasdaq	-14.2%	-14.7%	-14.2%	-14.7%		Indice LPP 40	-8.8%	-8.8%	-8.8%	-8.8%
	Tse 300	-21.6%	-28.0%	-21.6%	-28.0%		Indice LPP 60	-12.1%	-12.1%	-12.1%	-12.1%
	SP600 Small C.	-32.9%	-33.3%	-32.9%	-33.3%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.8%
Japon	Nikkei 225	-20.0%	-19.8%	-20.0%	-19.8%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	-7.1%	-7.6%	-7.1%	-7.6%
Emerging	MSCI EMF USD	-23.9%	-24.3%	-23.9%	-24.3%	Matières prem.	GS Commodity USD	-42.3%	-42.7%	-42.3%	-42.7%



Q1 2020

YTD

## STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

#### Portefeuille multi-actifs EUR

- Nouvelles opportunités pour les obligations d'entreprises
- Repositionnement sur l'immobilier titrisé
- Augmentation de l'allocation en actions
- Opportunités pour les matières premières et le Private Equity

ACTIFS	Expe	cted	ALLOCATION (Portefeuille EUR)								
	Ret	urn	sous	expos	ition	neutre	surpo	ondéra	ation		
	3mois	1an			-	=	+	++	++		
Liquidités	7	7			#12						
Obligations	7	7									
Immobilier	7	7									
Actions	7	7									
HF/AR/TAC	7	7									
Matières premières	71	7			114-						
Private equity	7	7			III)						





Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

#### **Obligations**

Les taux d'intérêt ont réagi en mars à l'accroissement des risques de pandémie et de ses effets sur les perspectives de croissance mondiale pour 2020, alors que les Etats-Unis devenaient désormais l'épicentre de la pandémie. Suite à la chute historique des rendements, les perturbations observées dans le marché des crédits ont poussé les taux au-delà des niveaux qui prévalaient avant la chute des marchés. Les paquets fiscaux qui sont venus s'ajouter aux plans d'injections de liquidités des banques centrales ont soutenu le retour de quelques craintes inflationnistes et des nouvelles exigences de rendement plus élevés liées à l'accroissement des déficits budgétaires et du ratio d'endettement des Etats par rapport au PIB. Les primes de risque pour les segments « corporate », « high yield » ou émergents se sont reconstituées et offrent désormais de meilleurs ratios rendement/risque. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

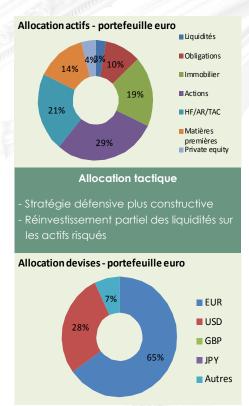
#### **Actions**

La chute des actions jusqu'à la mi-mars a certainement été excessive à court terme. Les scores de risque se sont déplacés rapidement en mars dans la zone de risque plus faible, avant de s'établir en fin de mois pour l'ensemble des marchés sur un risque un peu supérieur en raison du rebond rapide enregistré pendant la deuxième partie du mois. Nous avons recommandé en milieu de mois de repasser en position neutre à légèrement surpondérée sur la classe d'actifs avant le rebond des cours. Aux niveaux actuels, nous recommandons de maintenir des pondérations plus constructives mais raisonnables en raison de l'incertitude qui subsiste encore.

#### Matières premières

Les matières premières ont subi un choc plus intense que les marchés actions mais n'ont pas encore bénéficié, à l'heure où nous écrivons ces lignes, du retour des investisseurs. Nous estimons que le 2ème semestre devrait réunir toutes les conditions d'une remontée très nette des cours des matières premières lorsque les anticipations de croissance économiques auront intégré les nouvelles perspectives post





Covid-19. Le pire nous semble déjà passé pour les métaux industriels et pour les cours de l'énergie. Les métaux précieux sont favorisés.

#### **Immobilier**

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Après avoir attiré l'attention sur les niveaux de risque élevés pour l'immobilier, nous suggérons aujourd'hui après les corrections de valeurs injustifiées de l'immobilier titrisé de reprendre une allocation tactique surpondérée, tant en Europe qu'à l'international. Nous privilégions les marchés immobiliers de pays ou de régions qui peuvent compter sur l'action de banques centrales puissantes et sur l'engagement de gouvernements disposant de moyens suffisants pour mettre en œuvre les mesures fiscales et budgétaires efficaces. Notre allocation internationale favorise donc les Etats-Unis.

#### **Devises**

Performance des marchés - Q1 2020

Le Covid-19 et la situation en Italie a pénalisé la zone euro et la monnaie unique. Nous estimons que l'euro devrait se reprendre avec l'amélioration de la situation sur le plan sanitaire. Le dollar US reste la devise privilégiée, malgré la nette réduction du différentiel de rendement qui prévalait jusqu'à l'émergence de la crise actuelle.

Devises					Taux d'intéré	et à 3 mois
USD/EUR		1.6%	1.6%		CHF	
CHF/EUR		2.3%	2.3%		EUR	
GBP/EUR		-4.8%	-4.8%		USD	
JPY/EUR		2.7%	2.7%		JPY	
Marchés acti	ons				Marchés obl	igataires
Monde	MSCI World USD	-21.1% -19.	8% -21.1%	-19.8%	Monde	Cif Gr Global
Europe	DJ Stoxx 600	-22.6% -22.	6% -22.6%	-22.6%	Europe	Euro Ser-E Go
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	-25.6% -25.	6% -25.6%	-25.6%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov
	MSCI Europe S.C.	-29.0% -29.	0% -29.0%	-29.0%	Suisse	SBI Général A
Allemagne	Dax 30	-25.0% -25.	0% -25.0%	-25.0%		SBI Govt
France	Cac 40	-26.5% -26.	5% -26.5%	-26.5%	USA	US Ser-E Gov
Royaume Uni	FTSE 100	-24.8% -28.	4% -24.8%	-28.4%	Japon	Japan Ser-E G
Suisse	SPI	-11.8% -9.	8% -11.8%	-9.8%	Emerging	J.P. Morgan E
	SMI	-12.3% -10.	2% -12.3%	-10.2%		
	MSCI Swiss S.C.	-19.1% -17.	7% -19.1%	-17.7%	Divers	
Amérique Nord	SP500	-20.0% -18.	7% -20.0%	-18.7%		Indice LPP 25
	Nasdaq	-14.2% -12.	B% -14.2%	-12.8%		Indice LPP 40
	Tse 300	-21.6% -26.	4% -21.6%	-26.4%		Indice LPP 60
	SP600 Small C.	-32.9% -31.	8% -32.9%	-31.8%	Immobilier CH	DB RB Swiss

Q1 2020 YTD

local EUR local EUR

-20.0% -17.9% -20.0% -17.9%

-23.9% -22.6% -23.9% -22.6%

CHF		-0.66%			
EUR		-0.25%			
USD		1.45%			
JPY		-0.05%			
Marchés obl	igataires				
Monde	Cif Gr Global Govt USD	2.0%	4.4%	2.0%	4.49
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	0.3%	0.3%	0.3%	0.39
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	6.9%	1.7%	6.9%	1.79
Suisse	SBI Général AAA-BBB	-2.6%	-0.3%	-2.6%	-0.39
	SBI Govt	-0.5%	1.8%	-0.5%	1.89
USA	US Ser-E Gov > 1	8.2%	10.0%	8.2%	10.09
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-0.4%	2.3%	-0.4%	2.39
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-11.8%	-10.3%	-11.8%	-10.39
Divers					
	Indice LPP 25	-6.4%	-4.2%	-6.4%	-4.29
	Indice LPP 40	-8.8%	-6.7%	-8.8%	-6.79
	Indice LPP 60	-12.1%	-10.1%	-12.1%	-10.19
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.8%	-1.8%	-1.8%	0.59
					- 00
Alternatif	Hedge Fund Research USD	-7.1%	-5.6%	-7.1%	-5.69

local EUR local EUR

Japon

Emerging

Nikkei 225

MSCI EMF USD

# STRATÉGIES GLOBALES I ALLOCATION D'ACTIFS

#### Portefeuille multi-actifs USD

- Nouvelles opportunités pour les obligations d'entreprises
- Repositionnement sur l'immobilier titrisé
- Augmentation de l'allocation en actions
- Opportunités pour les matières premières et le Private Equity

ACTIFC	F	ada al	ALLOCATION (Portefeuille USD)							
ACTIFS	Expe									
	Ret	urn	sous	expos	ition	neutre	surpo	ondéra	ition	
	3mois	1an			-	=	+	++	++	
Liquidités	7	7			1					
Obligations	7	7								
Immobilier	7	7								
Actions	7	7								
HF/AR/TAC	7	7								
Matières premières	7	7			114-					
Private equity	7	7								





Le cœur de notre stratégie d'investissement est composé d'actifs liquides traditionnels (liquidités, obligations, actions et immobilier), complété par d'autres actifs (matières premières, hedge funds, private equity) diversifiés et négociables.

#### **Obligations**

Les taux d'intérêt ont réagi en mars à l'accroissement des risques de pandémie et de ses effets sur les perspectives de croissance mondiale pour 2020, alors que les Etats-Unis devenaient désormais l'épicentre de la pandémie. Suite à la chute historique des rendements, les perturbations observées dans le marché des crédits ont poussé les taux au-delà des niveaux qui prévalaient avant la chute des marchés. Les paquets fiscaux qui sont venus s'ajouter aux plans d'injections de liquidités des banques centrales ont soutenu le retour de quelques craintes inflationnistes et des nouvelles exigences de rendement plus élevés liées à l'accroissement des déficits budgétaires et du ratio d'endettement des Etats par rapport au PIB. Les primes de risque pour les segments « corporate », « high yield » ou émergents se sont reconstituées et offrent désormais de meilleurs ratios rendement/risque. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

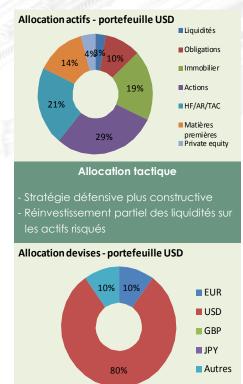
#### **Actions**

La chute des actions jusqu'à la mi-mars a certainement été excessive à court terme. Les scores de risque se sont déplacés rapidement en mars dans la zone de risque plus faible, avant de s'établir en fin de mois pour l'ensemble des marchés sur un risque un peu supérieur en raison du rebond rapide enregistré pendant la deuxième partie du mois. Nous avons recommandé en milieu de mois de repasser en position neutre à légèrement surpondérée sur la classe d'actifs avant le rebond des cours. Aux niveaux actuels, nous recommandons de maintenir des pondérations plus constructives mais raisonnables en raison de l'incertitude qui subsiste encore.

#### Matières premières

Les matières premières ont subi un choc plus intense que les marchés actions mais n'ont pas encore bénéficié, à l'heure où nous écrivons ces lignes, du retour des investisseurs. Nous estimons que le 2ème semestre devrait réunir toutes les conditions d'une remontée très nette des cours des matières premières lorsque les anticipations de croissance économiques auront intégré les nouvelles perspectives post





Covid-19. Le pire nous semble déjà passé pour les métaux industriels et pour les cours de l'énergie. Les métaux précieux sont favorisés.

#### **Immobilier**

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Après avoir attiré l'attention sur les niveaux de risque élevés pour l'immobilier, nous suggérons aujourd'hui après les corrections de valeurs injustifiées de l'immobilier titrisé de reprendre une allocation tactique surpondérée, tant en Suisse qu'à l'international. Nous privilégions les marchés immobiliers de pays ou de régions qui peuvent compter sur l'action de banques centrales puissantes et sur l'engagement de gouvernements disposant de moyens suffisants pour mettre en œuvre les mesures fiscales et budgétaires efficaces. Notre allocation régionale favorise donc les Etats-Unis et l'Europe continentale.

#### **Devises**

Le dollar US a pleinement joué son rôle de valeur refuge pendant la crise du Covid-19 malgré l'effondrement du différentiel de rendement qui prévalait avant les décisions de baisse de taux de la Fed. Une sortie de crise sanitaire pourrait affaiblir temporairement le dollar qui restera selon nous la monnaie la plus sûre.

|--|

Q1 2020

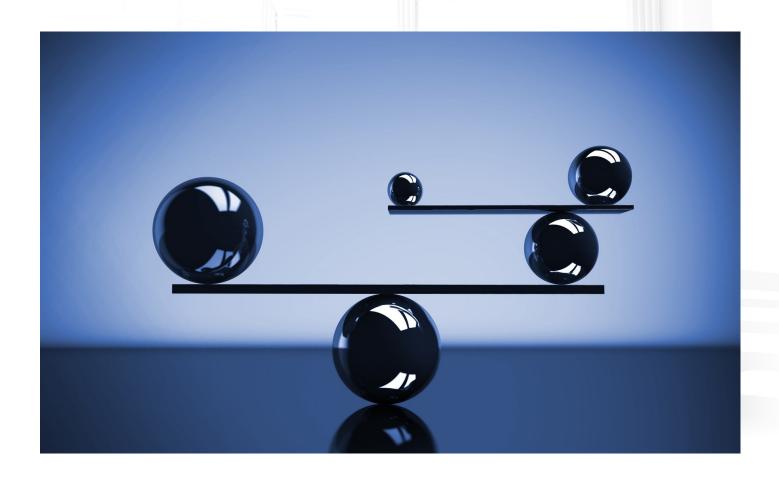
YTD

	Q12020 11D						עוו				
		local	USD	local	USD			local	USD	local	USD
Devises						Taux d'intéré	et à 3 mois	(niveau)			
CHF/USD		0.7%		0.7%		CHF		-0.66%			
EUR/USD		-1.6%		-1.6%		EUR		-0.25%			
GBP/USD		-6.3%		-6.3%		USD		1.45%			
JPY/USD		1.0%		1.0%		JPY		-0.05%			
Marchés acti	ons					Marchés obli	igataires				
Monde	MSCI World USD	-21.1%	-21.1%	-21.1%	-21.1%	Monde	Citi Gr Global Govt.USD	2.0%	2.7%	2.0%	2.7%
Europe	DJ Stoxx 600	-22.6%	-23.8%	-22.6%	-23.8%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	0.3%	-1.3%	0.3%	-1.3%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	-25.6%	-26.8%	-25.6%	-26.8%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	6.9%	0.1%	6.9%	0.1%
	MSCI Europe S.C.	-29.0%	-30.2%	-29.0%	-30.2%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	-2.6%	-1.9%	-2.6%	-1.9%
Allemagne	Dax 30	-25.0%	-26.2%	-25.0%	-26.2%		SBI Govt	-0.5%	0.1%	-0.5%	0.1%
France	Cac 40	-26.5%	-27.7%	-26.5%	-27.7%	USA	US Ser-E Gov > 1	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
Royaume Uni	FTSE 100	-24.8%	-29.5%	-24.8%	-29.5%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-0.4%	0.7%	-0.4%	0.7%
Suisse	SPI	-11.8%	-11.2%	-11.8%	-11.2%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	-11.8%	-11.8%	-11.8%	-11.8%
	SMI	-12.3%	-11.7%	-12.3%	-11.7%						
	MSCI Swiss S.C.	-19.1%	-19.1%	-19.1%	-19.1%	Divers					
Amérique Nord	SP500	-20.0%	-20.0%	-20.0%	-20.0%		Indice LPP 25	-6.4%	-5.8%	-6.4%	-5.8%
	Nasdaq	-14.2%	-14.2%	-14.2%	-14.2%		Indice LPP 40	-8.8%	-8.2%	-8.8%	-8.2%
	Tse 300	-21.6%	-27.6%	-21.6%	-27.6%		Indice LPP 60	-12.1%	-11.5%	-12.1%	-11.5%
	SP600 Small C.	-32.9%	-32.9%	-32.9%	-32.9%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.8%	-1.8%	-1.8%	-1.2%
Japon	Nikkei 225	-20.0%	-19.2%	-20.0%	-19.2%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	-7.1%	-7.1%	-7.1%	-7.1%
Emerging	MSCI EMF USD	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%	Matières prem.	GS Commodity USD	-42.3%	-42.3%	-42.3%	-42.3%

Q1 2020

YTD

# THÈME D'INVESTISSEMENT FOCUS



# THÈME D'INVESTISSEMENT

# Hausse des cours du brut au second semestre, prix moyen 50\$ en 2020

- Le Covid-19 provoque un 1er choc temporaire de la demande
- Le Covid-19 et l'Arabie saoudite provoquent la panique dans un 2ème temps
- L'Arabie saoudite veut reprendre l'initiative et conquérir des parts de marché
- Les producteurs américains de pétrole de schiste dans l'œil du cyclone
- Nouvelle hausse des cours du brut avant la fin de l'année, prix moyen de 50\$ en 2020

#### Le Covid-19 provoque un 1er choc temporaire de la demande

Dès le début de la crise du Coronavirus en Chine et bien avant le 21 février 2020, le marché pétrolier commençait à anticiper une chute de la demande mondiale de brut provoquée par une baisse massive probable des importations chinoises au 1er trimestre. Une première correction des cours de 60\$ à 50\$ le baril en janvier témoignait du changement en cours des anticipations de la demande en début d'année. Le plus gros consommateur et importateur de pétrole du monde était alors dans une crise sanitaire sans précédent et entreprenait une lutte sans concession contre l'évolution de l'épidémie en mettant en quarantaine une ville, puis une province, et en établissant ensuite une stratégie globale à l'échelon du pays.

Cette politique a rapidement été synonyme d'effondrement de la demande chinoise de matières premières et à logiquement impacté les cours du brut.

L'année 2020 débutait pourtant sur d'excellents auspices, la demande mondiale était alors estimée en hausse d'environ 1 million de baril par jour en moyenne selon les diverses agences de l'énergie, tandis que l'offre semblait pouvoir être stabilisée par des diminutions de production des pays de l'OPEP et une progression limitée de l'offre américaine de pétrole non conventionnel. Le Covid-19 a ainsi provoqué un choc selon nous temporaire de la demande chinoise en janvier et février, qui devrait reprendre rapidement lorsque l'économie chinoise aura repris un rythme d'activité notable. La situation n'est pas encore prête à se normaliser, mais l'épidémie semble avoir été contrôlée si on en croit les statistiques publiées récemment en Chine. Depuis le 21 février, il semble clair que la chute de la demande chinoise puisse être accompagnée d'une baisse de la demande dans les pays nouvellement touchés par le Covid-19 et qui sont en train de prendre des mesures parfois très strictes de lutte contre la propagation du virus.

de pétrole également dans un premier temps.

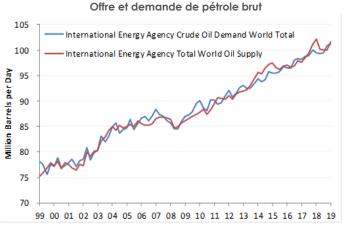
Si l'OMS considère aujourd'hui que l'épidémie est désormais une pandémie, elle relève aussi que celle-ci est contrôlable. En d'autres termes si le marché pétrolier est actuellement perturbé par un choc

Sans aucun doute, les restrictions de voyage et la chute des échanges commerciaux internationaux auront des effets négatifs sur la demande

pandémie, elle relève aussi que celle-ci est contrôlable. En d'autres termes, si le marché pétrolier est actuellement perturbé par un choc temporaire de la demande lié au Covid-19, cette dernière devrait reprendre sans doute déjà au 2ème trimestre lorsque les effets de la pandémie diminueront.

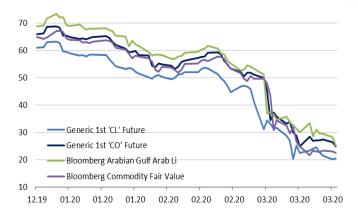
# Le Covid-19 et l'Arabie saoudite provoquent la panique dans un 2ème temps

Le 21 février, les cours du brut avaient repris une tendance baissière poussés par une nouvelle prise de conscience des investisseurs qu'une transmission du Covid-19 était possible hors des frontières de la Chine avec des effets potentiels considérables sur les populations mondiales. Progressivement, le monde réalisait aussi sans pouvoir s'en prémunir que les économies occidentales étaient fragilisées par une interdépendance désormais extrême entre elles et l'économie chinoise. L'effondrement de l'activité chinoise, qui n'avait initialement presque pas affecté les marchés financiers, est désormais apparue comme une menace majeure pouvant affecter les chaines d'approvisionnement et de production dans un très grand nombre de secteurs industriels en particulier. Les secteurs aériens, maritimes et transport en général ont subi des effets massifs qui ne manqueront pas de provoquer des risques de faillites sans un soutien des gouvernements au cours des prochaines semaines.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

#### Arab light - Ural - Brent - West Texas Intermediate



En même temps, les risques de ralentissement conjoncturels sont ainsi apparus plus sérieux, poussant les taux d'intérêt, les marchés actions et les cours des matières premières à la baisse. Dans ce contexte de début de panique sur les marchés financiers, la chute des cours du brut était à nouveau significative (-14%), mais elle a été ensuite exacerbée également par le choc provoqué par l'Arabie Saoudite sur le marché du pétrole intervenu le 6 mars. En décrétant une baisse de ses prix du brut à ses clients (OSP) suite à l'absence d'accord sur la réduction des quotas au sein de l'OPEP+, l'Arabie Saoudite jetait sans le vouloir de l'huile sur le feu et provoquait une nouvelle chute de -40% des cours du WTI en deux jours. Les cours du WTI s'effondraient alors globalement de -55% en six semaines. L'Arabie saoudite a ainsi coupé de 6\$ à 8\$ en moyenne le prix officiel de ses livraisons d'Arab Light pour ses clients asiatique, tout en annonçant sa volonté d'augmenter sa production et son offre de brut de 9.7 millions de barils par jour (février) à 12.3 millions de barils par jour en avril.

Cet objectif de livraison dépasse le niveau maximum de production estimé à 12 millions de barils par jour, le ministre saoudien des finances s'est donc adressé à la société Aramco en demandant de pousser le niveau maximum de production à 13 millions de barils par jour. Cette nouvelle stratégie de l'Arabie saoudite a largement surpris les observateurs pour qui le royaume était attaché à suivre une politique de contrôle de l'offre en limitant la production si nécessaire, et notamment dans le contexte de la crise du Covid-19.

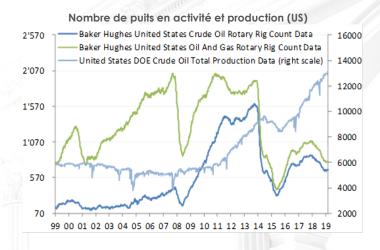
Cette totale volte-face a totalement pris à contre-pied le marché pétrolier, mais a aussi contribué au développement de la panique globale des marchés financiers dans les jours qui ont suivi cette décision. La décision de l'Arabie saoudite a ainsi fait chuter les cours de l'Arab light, mais les autres cours du brut (Brent de la Mer du Nord, Ural Crude et WTI américain) ont également dû s'ajuster très rapidement. Les primes existantes se sont contractées, et notamment celles qui prévalaient sur l'Arab light. L'écart observé entre les cours du brut saoudien et celui du brut américain (WTI) s'est réduit drastiquement de plus de 10\$ en début d'année à environ 3\$ à la mi-mars.

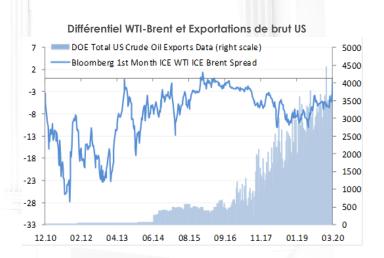
# L'Arabie saoudite veut reprendre l'initiative et conquérir des parts de marché

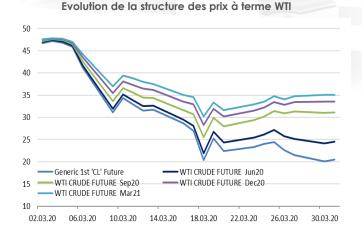
Si l'Arabie saoudite a radicalement changé de stratégie c'est sans doute en raison de l'attitude de la Russie. L'absence de soutien de la Russie dans l'effort de l'OPEP d'apporter une réponse à la baisse de la demande causée par le Covid-19, n'a laissé qu'une option à l'Arabie saoudite, celle d'accroître encore plus l'offre mondiale, de faire chuter les cours temporairement et de ramener à la table de négociation potentiellement ceux qui ne se sentaient pas assez concernés par le pilotage de l'offre dans le contexte tendu du 1er trimestre. Entre temps, l'augmentation de l'offre saoudienne à des prix particulièrement compétitifs lui permettra d'accroître ses parts de marchés et peut-être de les conserver lorsque la crise sera passée.

La logique de l'Arabie saoudite, en particulier dans le contexte des coûts et besoins de financement colossaux des réformes majeures voulues par le Prince MBS, voudrait qu'elle cherche plutôt à maintenir des prix du brut plus élevés. Les précédentes coupes de productions acceptées par le Royaume visaient effectivement à réduire l'offre.

Sa dernière proposition de réduire de 1.5 millions de barils par jour des quotas de l'OPEP allait dans ce sens, mais la réaction négative de la Russie a poussé l'Arabie saoudite à l'action, elle ne pouvait clairement pas réduire leur production unilatéralement. L'impact de la décision saoudienne sur les autres producteurs de brut sera majeur et constitue une relance de la guerre des prix déjà observée en 2014-2015. Tous les prix des autres exportateurs de brut se sont ajustés rapidement, les exportateurs aux coûts de production plus élevés seront sans doute dans ce nouveau contexte les plus touchés, notamment les exportations de brut de l'Ural et le pétrole de schiste américain







#### Les producteurs américains de pétrole de schiste dans l'œil du cyclone

La baisse des prix du baril de brut saoudien n'est évidemment pas sans conséquences pour le Brent ou le WTI qui ont naturellement chuté de concert. L'Arabie saoudite déclare ainsi également la guerre au pétrole de schiste américain et c'est d'une logique évidente et rationnelle si on considère que l'équilibre du marché pétrolier est en fait toujours piloté par l'OPEP et par les producteurs les plus efficients et aux coûts de production les plus faibles. La réduction de l'offre mondiale de brut a été pilotée depuis l'émergence de la production américaine non conventionnelle de brut exclusivement par l'OPEP. D'un point de vue strictement économique, a logique voudrait au contraire que les producteurs aux coûts de production les plus élevés et les moins efficients soient les premiers à souffrir d'une baisse de la demande et des prix. Il est en effet normalement inefficace de réduire la production de pétrole bon marché parce que la production de pétrole de schiste américain augmente. Le retour à un prix moven de 30-35\$ le baril a déjà provoqué des effets importants sur les sociétés américaines qui ont annoncé des coupes drastiques de leur CAPEX et de leurs dividendes. Leur production sera certainement réduite également, mais la nécessité de maintenir un cash-flow suffisant pour faire face aux exigences de leurs créanciers limitera partiellement la baisse.

On estime déjà à près de 500 milliards de dollars la chute potentielle du cash-flow de l'ensemble des producteurs de « shale oil » si les prix du brut devaient se stabiliser à 30\$ le baril. L'Arabie saoudite est parfaitement consciente qu'un prix du brut inférieur à 40\$ ou 35\$ a déjà eu par le passé un impact important sur le nombre de puits de forage en activité aux Etats-Unis. Elle espère que malgré les efforts de rationalisations du secteur depuis 2015, sa décision agira comme un coup de frein brutal au développement du secteur. Depuis 2015, le CAPEX du secteur pétrolier avait déjà largement diminué, ce nouvel épisode ne pourra qu'accroître les risques d'une future diminution des capacités de production aux Etats-Unis.

# Nouvelle hausse des cours du brut avant la fin de l'année, prix moyen de 50\$ en 2020

La structure des prix à terme pour le pétrole semble clairement indiquer une prochaine hausse importante des cours du brut.

En effet, le marché des futures pour le brent présente déjà une situation exceptionnelle de « contango ». L'écart actuel entre les prix « spot » et le prix du baril de pétrole dans six et douze mois est à nouveau le plus élevé depuis 2014 et s'établi entre 6\$ et 7\$. Le marché s'attend donc à une augmentation temporaire des inventaires, qui sera suivie d'une reprise de la demande et une hausse significative des cours de près de +20%.

Notre scénario global pour l'année 2020 privilégie une évolution du marché en deux phases. La première phase est en cours et se caractérise par une diminution de la demande liée à la crise du Covid-19 (entre 0.5 et 1 million de barils par jour) t à une augmentation de l'offre poussée par la stratégie de conquête de parts de marchés de l'Arabie saoudite d'environ 1.5 millions de barils par jour.

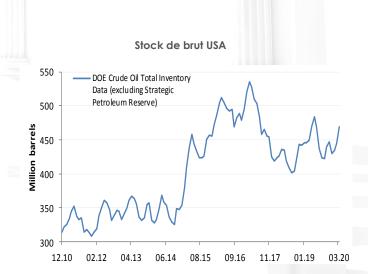
Nous estimons qu'une période de quelques mois d'offre excédentaire provoquera une hausse des inventaires d'environ 2.5 millions de barils par jour.

La croissance du PIB de l'économie américaine pourrait bien encore approcher +2.2% cette année si aucun choc externe ne vient remettre en question les tendances actuelles.

Une diminution probable de la production américaine, un accord sur de nouveaux quotas de l'OPEP+ incluant la Russie et une reprise ultérieure de la demande (+1 million de barils par jour) après la crise du Covid-19 devrait caractériser le deuxième semestre. Ces conditions de marchés devraient permettre d'atteindre un cours moyen de 50\$ sur l'année 2020.

En résumé, la chute de ces dernières semaines s'apparente donc à celle observée en 2015 qui avait touché 26\$ le baril avant de rebondir au-delà de 50\$ et de se stabiliser ensuite pendant quatre ans entre 50\$ et 60\$. La stratégie initiale de l'Arabie saoudite qui cherchait à réduire la production de l'OPEP pour maintenir un équilibre entre l'offre et la demande dans le contexte de baisse des perspectives économiques liées au Covid-19 n'a pas été suivie par la Russie. L'Arabie saoudite a temporairement fait chuter les cours qui devraient selon nous remonter progressivement au-dessus de 50\$.

Bien qu'il ne soit pas exclu que les effets du Covid-19 sur la demande mondiale de brut puissent être un peu plus durables qu'escompté, nous considérons qu'au niveau actuel, les cours du WTI offrent des opportunités d'investissement particulièrement intéressantes avec un horizon de placement de neuf mois. Par ailleurs, les sociétés pétrolières diversifiées aux coûts de production inférieurs et plus compétitifs à ceux des producteurs américains de pétrole non conventionnel seront favorisées par un dividende élevé et une reprise des cours consécutive à la remontée des cours du brut.













#### Renseignements

Vous pouvez en tout temps obtenir des renseignements en contactant BBGI Group SA:

T:+41225959611 F:+41225959612 E:reception@bbgi.ch

Ou en adressant vos demandes d'informations par courrier à l'adresse suivante :

BBGI Group SA Rue Sigismond Thalberg 2 CP 1235 1201 Genève

www.bbgi.ch

Informations importantes: Ce document et toutes les données et informations y figurant sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ces informations sont mises 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, llé ou non à des produits ou services financiers. Ce document est basé sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ce dernier ne peut être utilisé ou considéré comme un engagement des 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.



# PRENEZ DU PLAISIR À VOYAGER DES VOYAGES D'AFFAIRES QUI VOUS DONNENT DROIT À DES PRIVILÈGES

Vous pouvez transformer chacun de ces voyages en un moment de confort et d'avantages grâce au programme Turkish Airlines Corporate

Pour devenir membre, allez sur : corporateclub.turkishairlines.com





# Orchestrating complex itineraries is our job

Experience exceptional customer service from the moment you place your call to the time you reach your destination. Going above and beyond is what defines the level of service you'll enjoy from your own personal flight crew. Orchestrating complex itineraries is our job – enjoying the trip is yours. Jet Aviation Charter Services... Personalized to Perfection.

# One Jet Aviation. Many Advantages.

Maintenance, Refurbishment, Completions, FBO, Aircraft Management, Flight Support, Charter, Staffing.



EMEA & Asia +41 58 158 1900 charter.geneva@jetaviation.ch USA +1 201 462 4100 charter.usa@jetaviation.com www.jetaviation.com

