

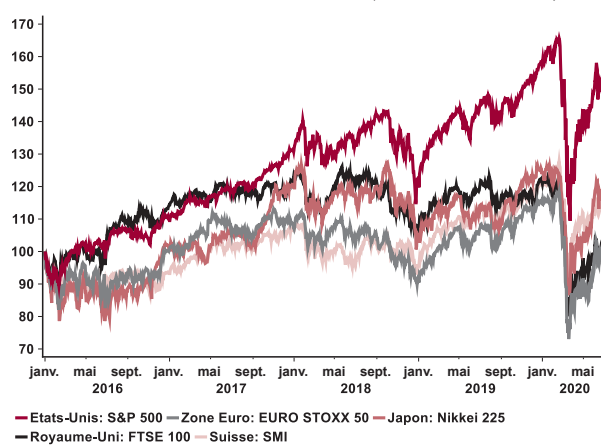
## Contexte économique

L'année 2020 a d'abord commencé comme l'année 2019 s'était terminée. Mais en quelques semaines seulement, le conflit commercial, le Brexit et la question de l'«*espérance de vie*» du gouvernement italien sont passés au rang de préoccupations secondaires. Issu de la province chinoise de Wuhan, un ennemi bien plus redoutable s'est en effet mis à menacer le commerce mondial: le nouveau coronavirus, qui a rapidement renforcé le protectionnisme amorcé lors du conflit commercial, et qui a mis les chaînes de valeur internationales à bien plus rude épreuve. Lorsque Apple a signalé des difficultés avec ses fournisseurs en Chine à la mi-février, l'Occident a compris qu'il ne s'agissait pas d'une crise locale. Fin février, le virus a envahi l'Italie, et les marchés ont paniqué. Comme si cela ne suffisait pas, le marché du pétrole brut a lui aussi subi un séisme, le cartel de l'OPEP n'étant pas parvenu à se mettre d'accord sur la réduction des volumes de production. A la mi-mars, les bourses ont essuyé leur plus grand krach depuis 1987. Fin mars, de vastes pans du monde ont été fermement confinés, et partout, le sentiment qu'une nouvelle ère s'annonçait s'est répandu, avec un «*avant*» et un «*après*» coronavirus. La démondialisation s'est poursuivie, et le monde est redevenu plus petit: les frontières nationales ont fermé, les avions sont restés au sol, et les gens ont travaillé de chez eux. Les commerces incapables d'appliquer les mesures de protection, notamment les bars et les restaurants, ont dû interrompre leur exploitation. Les gouvernements ont lancé des plans de sauvetage plus ambitieux les uns que les autres, et la politique monétaire a retrouvé ses réflexes de secouriste déclenchés par la crise financière. Mais malgré tous ces efforts, des craintes récessionnistes ont émergé. En juin, la Chine a renoncé pour la première fois à son objectif de croissance annuelle, et la Suisse a dû considérablement revoir ses prévisions de PIB à la baisse. Cela dit, les mesures de confinement ont porté leurs fruits et la courbe des contaminations s'est aplatie. Vers la fin du deuxième trimestre, la plupart des Etats ont procédé à des assouplissements plus ou moins importants des mesures de protection. Dans le monde entier, cependant, les nouvelles contaminations ont continué d'augmenter à la fin du mois de juin, et les craintes d'une deuxième vague pandémique se sont propagées, en particulier aux Etats-Unis et en Amérique du Sud. Avec le retour à une plus grande normalité, le différend commercial entre la Chine et les Etats-Unis s'est de nouveau enflammé. Les négociations autour du Brexit ont repris, sans vraiment avancer.

## Marchés des actions

L'ambiance festive de fin 2019 s'est poursuivie début 2020, avec des cours battant de nouveaux records. Ce n'est qu'avec la propagation du Covid-19 en Italie à la fin du mois de février que la panique s'est emparée des bourses, et que celles-ci se sont effondrées à la mi-mars. Il s'est agi de la plus forte plongée depuis 1987. Depuis fin mars, les programmes d'aide publique massifs et le nouvel assouplissement de la politique monétaire stimulent les marchés des actions. Malgré la hausse du nombre de contaminations au coronavirus, la période sous revue s'est révélée être le meilleur trimestre par rapport au S&P 500 depuis 1998. La zone euro a participé à la reprise, mais ses indices sont restés en deçà de ceux des Etats-Unis. Cela s'explique principalement par les confinements plus stricts qui y ont été imposés, mais aussi par la sousreprésentation du secteur de l'Internet dans les indices du vieux continent. Grâce à son orientation défensive, le marché suisse des actions a relativement bien résisté à la crise.

### Évolution sur les marchés des actions (31.12.2015 = 100)



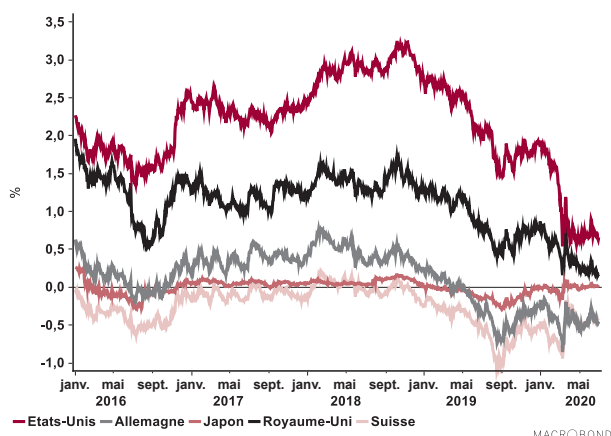
MACROBOND

## Intérêts

Les rendements ont tout d'abord baissé sur le modèle des années précédentes, avant d'augmenter début mars en raison de la pénurie globale de liquidités. Sur le marché du crédit, les écarts de rendement se sont creusés. En mars, la Fed a abaissé le taux directeur américain en deux étapes de 150 points de base, de 0 à 0,25%. Elle a par ailleurs annoncé l'achat de titres, y compris des obligations d'entreprises. D'autres banques centrales lui ont emboîté le pas. L'extension du programme de rachat de la Fed aux obligations d'entreprises et pour partie aux obligations ne présentant aucune qualité de placement («*junk*»

bonds», ou «obligations pourries») a en outre stabilisé les primes de risque de crédit. Elles sont actuellement à un niveau bien plus faible qu'au plus fort de la crise, mais toujours supérieur à celui de fin 2019. Les rendements ont de nouveau baissé au deuxième trimestre.

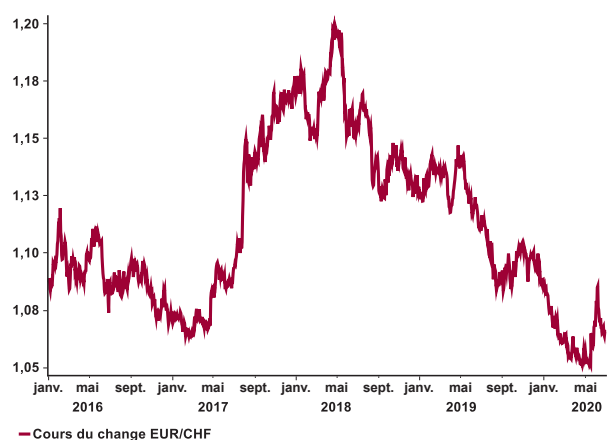
Rendements sur les emprunts d'État à 10 ans



## Devises

Au premier trimestre, la Banque nationale suisse (BNS) est de plus en plus intervenue sur le marché des devises afin d'endiguer l'appréciation du franc. Après avoir assisté durant les deux premiers mois du trimestre à un semblant de maintien du cours euro/franc à un niveau plancher de 1,05 CHF, inédit depuis des années, nous avons observé une reprise à la hausse de la monnaie commune début juin, celle-ci tendant pour la première fois de nouveau vers 1,10 CHF après l'annonce de la création d'un éventuel fonds d'aide lié au coronavirus. Les mauvaises nouvelles politiques, économiques et médicales issues de Grande-Bretagne ont mis la livre britannique sous pression. Récemment, le dollar américain faiblissant a fluctué entre la hausse du nombre de cas de coronavirus, la perspective de taux d'intérêt durablement bas et des données économiques étonnamment positives.

L'euro continue de se déprécier



## Perspectives

L'avance de deux mois que possède la Chine sur le reste du monde sur le front de la crise du coronavirus s'est jusqu'ici confirmée tant dans le déroulement de la pandémie que dans les données économiques. En conséquence, nous attendons une reprise de l'économie en forme de U. Il ne faut pas attendre de retour aux niveaux d'avant-crise avant 2022, à l'exception peut-être des Etats-Unis, de la Chine et de la Suisse. Les données conjoncturelles américaines ont livré de bonnes surprises, notamment dans le commerce de détail, la production industrielle et sur le marché du travail. Près de 80% des chômeurs pensent qu'ils retrouveront un emploi dans les six prochains mois. Grâce à des mesures de confinement moins strictes, la récession devrait être moins importante qu'en Europe. Malgré des signes de seconde vague, nous tablons sur un recul du PIB de 3,4% sur l'année. Dans la zone euro également, nous observons une normalisation plus rapide que prévu des indicateurs avancés (PMI). En raison des confinements, la performance économique devrait toutefois reculer de 6,3% en 2020. Pour la Suisse, nous tablons sur une baisse de 3,8%. Concernant l'évolution de la pandémie, nous nous attendons à une deuxième vague modérée, avec des confinements régionaux. Près de 90% des épidémiologistes suisses pensent qu'un vaccin sera disponible en 2021. Les risques géopolitiques devraient peu à peu émerger d'un effacement du Covid-19 des préoccupations principales. S'agissant des futures relations commerciales entre l'UE et le Royaume-Uni, nous n'attendons pas d'accord global d'ici la fin 2020, alors que la période de transition prendra fin. Nous prévoyons plutôt un accord qui règlera les questions fondamentales, reléguant la négociation des détails à 2021.