

# Perspectives

## Deuxième semestre 2020

- Principale préoccupation des marchés financiers : le retour des consommateurs. Importante incertitude dans les prévisions
- Potentielle réintroduction de mesure de distanciation sociale suite à une nouvelle hausse des cas de Covid-19, mais fermeture totale de l'économie improbable dans un scénario de deuxième vague
- Focalisation sur l'actuel processus de normalisation économique, malgré une volatilité potentiellement élevée. Focalisation sur les investissements de qualité dans la perspective d'une croissance faible et d'une inflation basse.

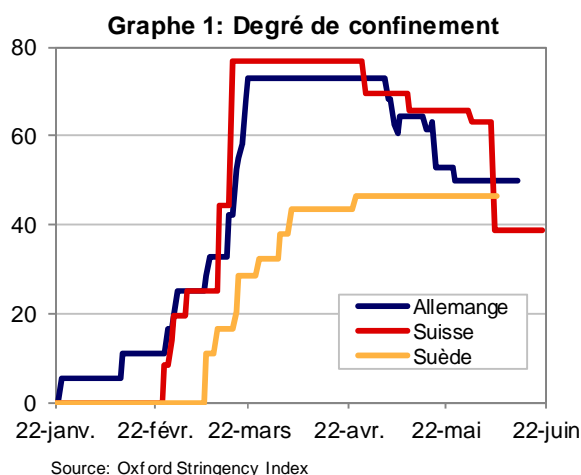
<b>Sommaire</b>	<b>Page</b>
Perspectives économiques globales	2-5
Marchés des actions	6-7
Politique monétaire, marchés obligataires	8
Monnaies, matières premières	9
Allocation des actifs	10
Revue des marchés financiers	11

Juillet 2020

## Perspectives économiques globales

# Quelle sera l'ampleur de la reprise?

Un confinement inédit dans l'histoire récente a débuté en mars dans de nombreux pays. La principale préoccupation des marchés financiers portera ces prochains mois sur l'ampleur de la reprise économique après l'assouplissement de ces mesures, sur la rapidité du retour aux anciennes habitudes de consommation et sur l'éventuel ralentissement de la reprise à la suite d'une nouvelle hausse des cas de Covid-19. L'Université d'Oxford publie un indice de rigueur (Stringency Index) qui mesure la sévérité de la réponse d'un gouvernement à l'épidémie (graphe 1). Les mesures de confinement ont été draconiennes en Europe occidentale ainsi qu'aux Etats-Unis, malgré de grandes différences au niveau des états. La Suède, préférant une distanciation sociale volontaire, et Taïwan, avec des infrastructures efficaces en termes de traçage et de tests, ont fait figure d'exceptions.



### Une réponse politique exceptionnelle face à la crise économique

La situation actuelle se distingue totalement des précédentes récessions. La contraction du PIB résulte des décisions gouvernementales de blocage des activités économiques. Dans ce contexte, la réponse de politique économique devait être exceptionnelle pour éviter une grave crise. En juin, les pays industrialisés ont annoncé des plans de relance budgétaire dépassant 10% du PIB de 2019, excédant largement les programmes mis en œuvre après la crise financière de 2008 qui représentaient 3 à 4% du PIB.

La réaction de politique monétaire à la contraction économique ne pouvant venir d'une baisse des taux d'intérêt, les banques centrales se sont transformées en prêteurs de dernier ressort tant à l'égard du secteur bancaire que des gouvernements, par l'achat de vastes montants de dette publique, ainsi que d'obligations d'entreprises. Le programme de la Fed présenté le 23 mars, et renforcé par la suite, comprend une large palette de mesures. Depuis le début de l'année, le bilan de la Fed s'est accru de l'équivalent de 20% du PIB et celui de la BCE de 10%.

**Tableau 1: Prévisions économiques mondiales**

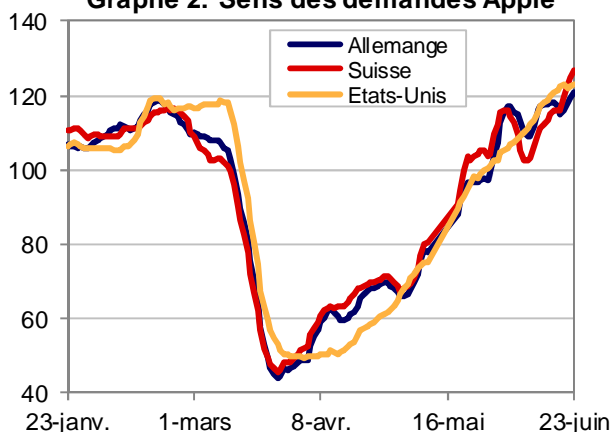
	Part mondiale			Croissance			Inflation			Comptes courants*	Budget état*		Dette état*
	Popul	PIB	Croiss	2019	2020	2021	2019	2020	2021		2019	2020	
<b>Zone euro</b>	<b>5.6</b>	<b>16.3</b>	<b>7.3</b>	<b>1.2</b>	<b>-8.0</b>	<b>5.2</b>	<b>1.2</b>	<b>0.4</b>	<b>1.1</b>	<b>2.7</b>	<b>-0.7</b>	<b>-7.5</b>	<b>83.9</b>
Allemagne	1.1	4.7	1.1	0.6	-6.4	5.0	1.4	0.7	1.4	7.1	1.4	-5.5	58.6
France	0.9	3.3	1.5	1.2	-9.4	5.9	1.3	0.4	1.0	-0.8	-3.0	-9.2	99.3
Italie	0.8	2.4	0.2	0.2	-10.5	5.5	0.6	0.0	0.7	3.0	-1.6	-8.3	133.2
Royaume-Uni	0.9	3.4	1.6	1.3	-8.0	6.0	1.8	0.9	1.5	-3.8	-2.1	-8.3	85.6
Suisse	0.1	0.9	0.3	0.8	-5.6	4.0	0.4	-0.5	0.2	12.2	0.9	-5.1	38.6
<b>Europe émergente</b>	<b>6.3</b>	<b>6.2</b>	<b>3.8</b>	<b>1.7</b>	<b>-4.6</b>	<b>3.6</b>	<b>6.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.7</b>	<b>1.4</b>	-	-	<b>31.3</b>
Russie	1.9	2.0	1.0	1.3	-4.8	3.2	4.5	3.4	3.7	3.8	1.9	-4.8	16.5
<b>Etats-Unis</b>	<b>4.4</b>	<b>26.2</b>	<b>22.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-5.7</b>	<b>4.0</b>	<b>1.8</b>	<b>0.8</b>	<b>1.7</b>	<b>-2.3</b>	<b>-5.8</b>	<b>-15.4</b>	<b>106.2</b>
<b>Amérique Latine</b>	<b>8.5</b>	<b>6.3</b>	<b>1.5</b>	<b>0.6</b>	<b>-6.1</b>	<b>3.1</b>	<b>7.1</b>	<b>6.2</b>	<b>5.9</b>	<b>-1.7</b>	<b>-4.0</b>	<b>-6.6</b>	<b>69.6</b>
Brésil	2.8	2.3	0.9	1.1	-6.0	3.2	3.7	2.5	3.1	-2.7	-6.0	-9.3	91.6
<b>Japon</b>	<b>1.7</b>	<b>6.3</b>	<b>2.4</b>	<b>1.0</b>	<b>-4.9</b>	<b>2.3</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>3.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>-7.1</b>	<b>237.7</b>
<b>Asie émergente</b>	<b>52.4</b>	<b>28.7</b>	<b>55.5</b>	<b>5.2</b>	<b>1.3</b>	<b>5.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>	-	-	-
Chine	18.4	17.3	39.4	6.1	1.8	8.0	2.9	3.0	2.2	1.0	-6.4	-11.2	55.6
Inde	17.5	3.6	6.7	5.0	4.2	-2.2	4.2	4.8	3.9	-1.1	-7.4	-7.4	69.0
<b>Afrique/Moyen-Orient</b>	<b>20.2</b>	<b>5.8</b>	<b>5.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>3.1</b>	<b>9.4</b>	<b>8.3</b>	<b>8.8</b>	<b>0.8</b>	<b>-2.9</b>	<b>-4.1</b>	<b>45.1</b>
<b>Monde</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>2.7</b>	<b>-3.6</b>	<b>4.5</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	-	-	-	-

Remarque: \*en % du PIB (2019, sauf indication contraire). Source: statistiques nationales, FMI, OCDE, consensus Bloomberg, prévisions et estimations propres

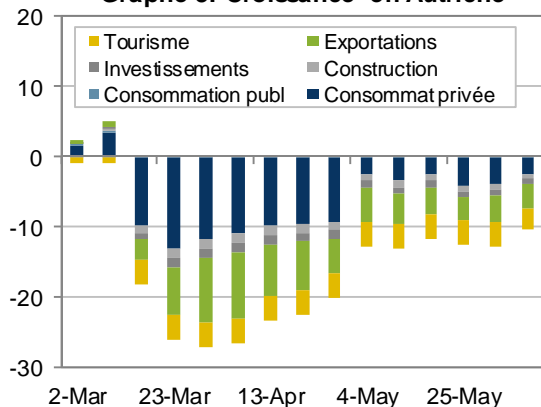
**Tableau 2: Europe**

	2T- 2019	3T- 2019	4T- 2019	1T- 2020	Moy- enne
Zone euro	0.1	0.3	0.1	-3.6	-0.8
Suisse	0.4	0.4	0.3	-2.6	-0.4
Angleterre	-0.2	0.5	0.0	-2.0	-0.4
Allemagne	-0.2	0.3	-0.1	-2.2	-0.6
France	0.3	0.2	-0.1	-5.3	-1.2
Italie	0.1	0.0	-0.2	-5.3	-1.4
Espagne	0.4	0.4	0.4	-5.2	-1.0
Autriche	0.2	0.2	0.2	-2.5	-0.5
Suède	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1
Pologne	0.7	1.2	0.2	-0.5	0.4

Note : Variation PIB p.r. trim. précédent (%). Source : Eurostat, statistiques nationales, estimations propres

**Graphe 2: Sens des demandes Apple**

Source: Apple mobility data, estimations propres

**Graphe 3: Croissance en Autriche**

Source: Banque nationale d'Autriche

### Confinement et reprise: le message des chiffres

Les chiffres du PIB sont riches d'enseignements sur l'ampleur de la contraction pendant le confinement. En prenant l'hypothèse d'une croissance de 1% avant la crise, nous estimons la baisse de l'activité de la zone euro à 23% durant la période de blocage. Si le PIB a plongé dans la plupart des pays européens au premier trimestre, il a légèrement augmenté en Suède, où la distanciation sociale est restée volontaire (tableau 3).

L'assouplissement des restrictions dans la zone germanique de l'Europe et aux États-Unis peut être observée dans les données de mobilité (le graphe 2 indique la fréquence des demandes de direction à partir d'appareils Apple).

Les données les plus récentes révèlent que la reprise économique se développe comme prévu. Les indicateurs de haute fréquence laissent entrevoir qu'en juin les dépenses de consommation ne devraient être inférieures que de 5% par rapport à l'année dernière en Autriche, un pays dont la banque centrale publie des estimations hebdomadaires du PIB. Aux États-Unis, les dépenses sont inférieures d'un peu moins de 10% par rapport à l'année dernière. Les reculs atteignaient en mars, au début du confinement, 25%, respectivement plus de 30%.

Aux États-Unis, les inscriptions hebdomadaires au chômage constituent des indicateurs particulièrement fiables. Ces prochaines semaines et mois, les demandes initiales d'allocations chômage et le total des demandes actives devraient témoigner de la vigueur de la reprise. Comme prévu, le total des demandes a atteint un pic en mai au moment du retour au travail (graphe 4).

### Chine: la forme de la reprise

En Chine, l'entrée en confinement et le début de la reprise se sont produits deux mois avant les pays occidentaux. La production industrielle dépassait dès avril son niveau d'il y a un an. La reprise des ventes au détail a été plus lente. Les consommateurs sont restés particulièrement prudents dans leurs dépenses de loisirs (graphe 5).

### Propagation du Covid-19 et arrivée du vaccin

Les nouveaux cas de Covid-19 sont en hausse ces dernières semaines, notamment à cause du Brésil (graphe 6). Une augmentation se manifeste aussi aux États-Unis après l'assouplissement du confinement. Mais les infections restent modestes en Europe. Il est vrai que certains États américains ont réduit leurs restrictions sans attendre une baisse des infections.

A la suite d'une nouvelle augmentation des cas, des mesures de distanciation pourraient être réintroduites, mais elles se limiteraient au plan local. Un confinement à un niveau national n'est plus à l'ordre du jour. Une hausse des nouveaux cas retarderait toutefois la reprise économique.

Les informations sur la découverte d'un vaccin sont étonnamment positives depuis mars. Les premiers tests de phase III, avec la participation de plusieurs milliers de personnes aux Etats-Unis, devraient démarrer en juillet. La mise à disposition d'un vaccin pour les personnes à haut risque devrait intervenir dès la fin de cette année. Un nouveau traitement par anticorps est espéré à l'automne et permettrait d'attendre l'arrivée du vaccin.

### L'économie mondiale après le Covid-19

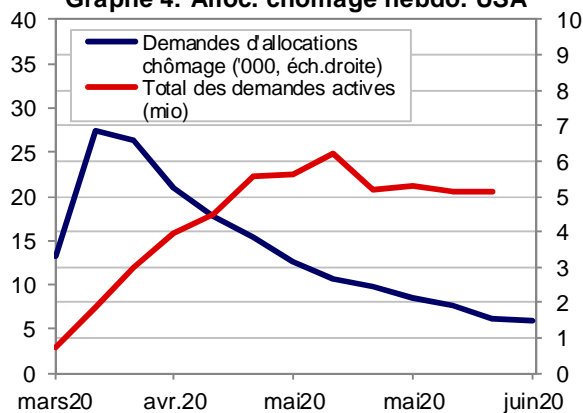
La reprise économique devrait se poursuivre ces prochains mois. Les incertitudes sont d'autant plus élevées que la situation, caractérisée par la sortie d'un confinement et la propagation encore mal comprise du coronavirus, est inédite dans l'histoire.

A moyen terme, le paradigme d'une croissance modeste et d'une basse inflation persiste. Mais de nouveaux risques devraient apparaître ces prochaines années. La relocalisation d'activités économiques, la rationalisation de la chaîne de valeur, sous une forme de dé-mondialisation, et la hausse des coûts de gestion des risques pourraient pénaliser la productivité. Des estimations chiffrées de ces risques sont aléatoires à ce stade. D'autres questions se posent, comme la possible augmentation du taux d'épargne des ménages et un changement structurel des dépenses publiques. Ces deux derniers facteurs, encore incertains, réduiraient le potentiel de croissance dans une phase de transition.

Avec des taux d'intérêt proche de zéro même aux Etats-Unis, la marge de manœuvre des banques centrales et de l'action budgétaire des gouvernements s'est nettement réduite ces derniers mois, en particulier dans le Sud de l'Europe où l'endettement était déjà excessif avant la pandémie.

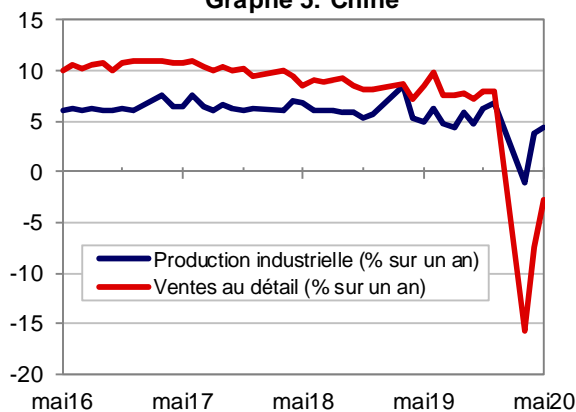
A moyen terme, les problèmes qui perturbent l'économie mondiale depuis des années (faible croissance de la productivité, facteurs démographiques négatifs, politique monétaire inefficace et hausse de la dette) perdureront. Ils pourraient former de sérieux obstacles sur la voie de la prospérité économique. En particulier en cas de nouvelle récession, les options de politique économique sont plus limitées que durant les précédentes décennies.

Graphe 4: Alloc. chômage hebdo. USA



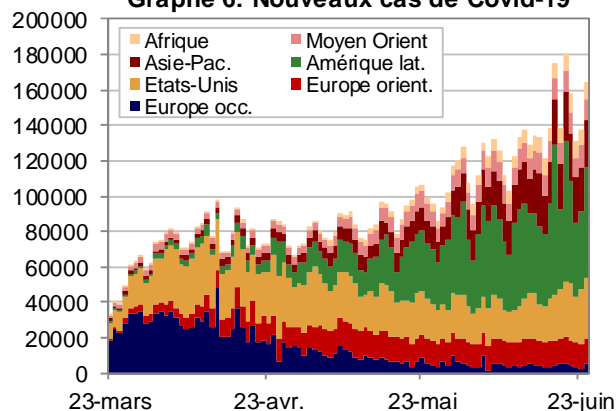
Source: Bureau of Labor Statistics

Graphe 5: Chine



Source: National Bureau of Statistics

Graphe 6: Nouveaux cas de Covid-19

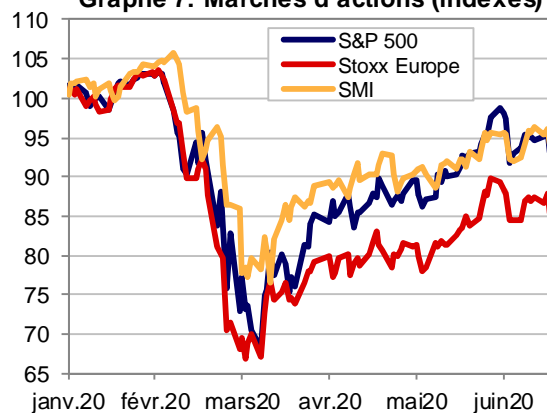


Source: Johns Hopkins, estimations propres

## Marchés des actions

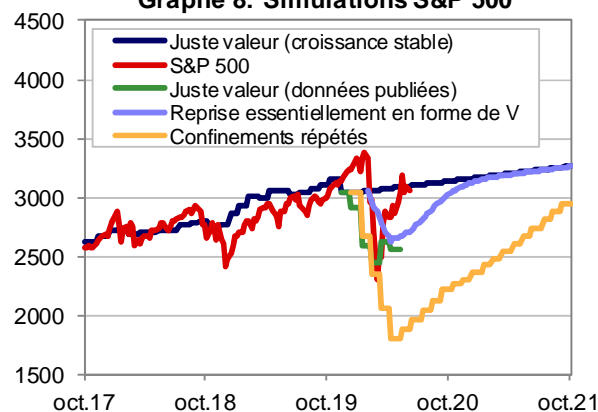
## Menaces sur une reprise en forme de V

Graphe 7: Marchés d'actions (indexés)



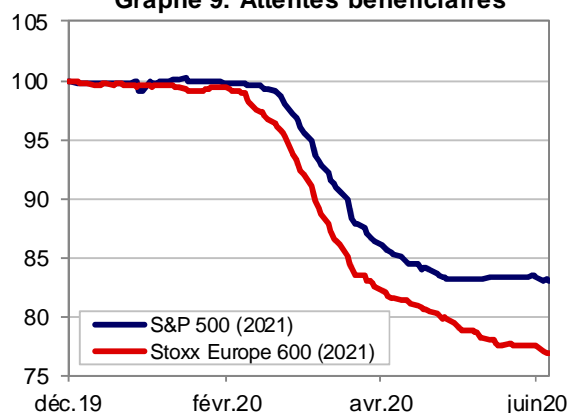
Source : Fournisseur d'indice

Graphe 8: Simulations S&amp;P 500



Source : Fournisseur d'indice, statistiques nationales, estimations propres

Graphe 9: Attentes bénéficiaires



Source: Bloomberg, estimations propres

## Une grande diversité de scénarios

Le graphe 8 met en lumière les estimations de juste valeur de nos deux scénarios extrêmes. Le premier, celui d'une normalisation extrêmement lente, prend pour hypothèse une reprise incomplète en raison d'une répétition des périodes de confinement ou de la prudence des consommateurs. Le scénario de reprise qui se rapproche fortement d'une forme en V se base sur une reprise presque complète cette année, puisque seules quelques branches (voyages, hôtellerie) resteraient en retrait.

Les scénarios de référence sont «juste valeur» (croissance stable, c'est-à-dire absence de crise) et «juste valeur» (données économiques publiées, c'est-à-dire données publiées pendant le confinement et lors de la reprise ultérieure).

Le niveau des indices d'actions en mai et juin (graphe 7) montre que les investisseurs accordent une forte probabilité à un prochain retour à la normale de l'activité économique.

Nous pensons que l'ampleur de la reprise de l'économie et des bénéfices ne sera visible que plus tard dans l'année. Entre-temps, les informations positives pourraient venir des recherches sur les vaccins. A l'inverse, des signes d'augmentation de la propagation du Covid-19, davantage probable aux Etats-Unis qu'en Europe, pénaliseraient le sentiment du marché. Dans l'ensemble, la volatilité restera relativement élevée ces prochains mois.

## Bénéfices d'entreprises : dé-confinement et reprise

Depuis mi-février, les analystes financiers sont confrontés à une tâche quasi insoluble (graphe 9), à savoir l'estimation des effets très incertains sur les ventes et les bénéfices du confinement et surtout de la reprise ultérieure. Après une chute cette année, le consensus prévoit une forte reprise des bénéfices l'année prochaine (tableau 3).

Nous pensons que les anticipations des investisseurs quant à la reprise économique détermineront davantage la tendance des marchés d'actions ces prochains mois que l'évolution des bénéfices.

## Un ancrage positif à moyen terme

A moyen terme, la crise du coronavirus appartiendra tôt ou tard au passé. Les bénéfices des entreprises ne manqueront pas de se normaliser. Même si la croissance devait rester modeste, elle ne se distinguera pas fondamentalement des tendances passées.

Le chemin de la normalisation sera toutefois parsemé d'embûches. Plus il se prolongera et plus les entreprises frappées par le confinement risquent de procéder à des augmentations de capital dilutives, à l'instar des banques lors de la crise financière.

Si les risques liés au Covid-19 sont maintenant bien identifiés, notons aussi les progrès réalisés dans la gestion de la crise. Dans des conditions difficiles, les principaux acteurs, les gouvernements, les systèmes de santé, les ménages et les entreprises, ont beaucoup appris ces derniers mois. Un vaccin pourrait être développé de manière nettement plus rapide que dans le passé. Les traitements du Covid-19 et les capacités hospitalières se sont aussi sensiblement améliorés. Les entreprises ont rapidement réagi et se sont adaptées au nouvel environnement, profitant du soutien exceptionnel des gouvernements et des banques centrales.

### Les indices SMI et S&P 500 sont les plus défensifs

Les actions américaines continueront de surperformer dans un environnement de faible croissance mondiale. Le caractère relativement défensif des principaux indices américains (illustrée, par exemple, par la moindre proportion de valeurs financières qu'en Europe) est un atout notable dans l'actuelle crise économique. C'est encore plus vrai en Suisse avec la forte pondération de l'alimentation et de la pharma.

### Préférences aux sociétés de qualité

Les indices boursiers intègrent à la fois des entreprises peu touchées par la crise du Covid-19 (consommation de base, santé, technologie) et d'autres nettement plus ébranlées (énergie, matériaux, financières, biens de consommation cyclique comme les voyages, les loisirs et l'automobile). L'écart de performance a été éclatant, tant pendant la chute qu'au moment de la reprise (graphe 10).

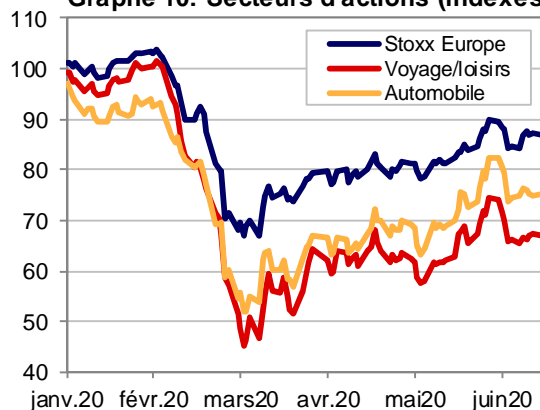
Nous restons persuadés que les entreprises et les branches qui ont su augmenter leurs ventes et leurs bénéfices dans un monde de faible croissance mondiale ces dernières années devraient continuer de surperformer ces prochaines années. L'économie ne progressera certainement pas plus rapidement que dans le passé récent et la difficulté à fixer les prix devrait perdurer, en particulier dans les secteurs de base, comme l'énergie, les matériaux et la chimie. Les taux d'intérêt extrêmement bas resteront un formidable obstacle pour la plupart des banques. Nous ne modifions donc pas notre choix sectoriel et continuons à privilégier les biens de consommation, la santé, la technologie et diverses industries bien précises, en Europe et aux Etats-Unis.

**Tableau 3: Croissance des bénéfices**

Année	S&P 500	MSCI Europe	SMI	MSCI EMA
2018	21%	9%	15%	3%
2019	1%	0%	3%	-13%
2020	-24%	-34%	-9%	-8%
2021	29%	34%	18%	24%
2022	17%	17%	10%	14%

Note: Valeurs au 25-juin-20. Sur la base des estimations des analystes d'entreprises, ajustées des gains extraordinaires. Source: fournisseur d'indice, Bloomberg, estimations propres

**Graphe 10: Secteurs d'actions (indexés)**



Source : Fournisseur d'indice

**Tableau 4: Secteurs des actions**

	Perform. 2020*	
	Europe	USA
<b>Demande sectorielle stable</b>	<b>-9%</b>	<b>-10%</b>
Consommation, non-cyc.	-10%	-8%
Santé	1%	-4%
Communications	-14%	-16%
Energie	-33%	-38%
Services aux collectivités	-3%	-13%
<b>Finance</b>	<b>-28%</b>	<b>-22%</b>
<b>Secteurs cycliques</b>	<b>-14%</b>	<b>4%</b>
Consommation, cyclique	-21%	5%
Industrie	-16%	-18%
Technologie	3%	12%
Matières premières	-11%	-11%
<b>Total</b>	<b>-14%</b>	<b>-6%</b>

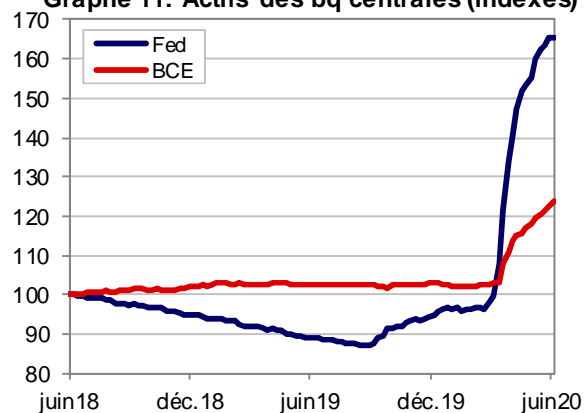
\* Au 25-juin-20. Source: fournisseur d'indice



## Politique des banques centrales, marchés obligataires

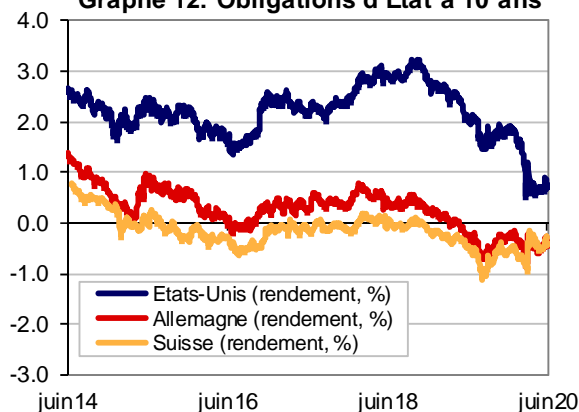
## L'action déterminée de la Fed stabilise les marchés

Graphe 11: Actifs des bq centrales (indexés)



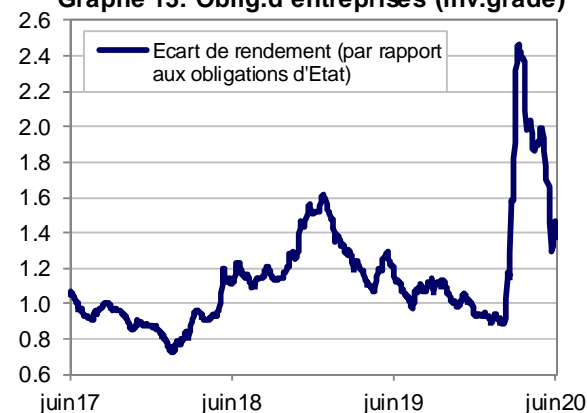
Source: Banques centrales

Graphe 12: Obligations d'État à 10 ans



Source: Fournisseur d'indice

Graphe 13: Oblig.d'entreprises (inv.grade)



Source : Fournisseur d'indice

## Augmentation des bilans des banques centrales

La plupart des banques centrales, y compris dans les pays émergents, ont réduit les taux directeurs durant la crise du coronavirus.

Aux États-Unis, le taux des *Fed funds* se situe à nouveau à zéro, comme il l'était resté durant les années qui ont suivi la crise financière. À l'inverse, le potentiel de baisse des taux d'intérêt est depuis longtemps épuisé en Europe continentale. Nous pensons que les taux directeurs resteront extrêmement bas pendant une très longue période. La Fed maintiendra les taux au niveau actuel au moins jusqu'à la fin 2022, car les pressions déflationnistes persisteront ces prochaines années.

Afin de stabiliser les marchés financiers, les banques centrales ont accru fortement la taille de leur bilan en achetant de la dette souveraine et, de plus en plus, des obligations d'entreprises. La contribution de la Fed à la stabilisation des marchés, par sa politique déterminée, a été exemplaire depuis mars.

Normalisation des *spreads* sur les obligations

Le rendement des obligations du Trésor américain a nettement baissé. Par ailleurs, les investisseurs ne sont pas disposés, même pendant une crise, à acheter des obligations souveraines allemandes ou suisses dont le rendement est inférieur à -1%. Toutefois, les rendements des obligations gouvernementales resteront bas pendant très longtemps.

Les primes de risques de crédit pour les entreprises et les émetteurs des pays émergents évoluent souvent de concert avec les actions. Tandis qu'une hausse des défauts sur le segment à haut risque est attendu pendant une contraction économique, le soutien des banques centrales continuera de limiter les risques de liquidité et de refinancement. En tenant compte de la plupart des scénarios, les niveaux actuels des *spreads* des obligations d'entreprises nous paraissent attractifs.

En comparant les performances des différentes classes d'actifs, il est notable que les obligations à haut rendement ont davantage chuté en février et mars qu'un portefeuille d'actions défensives.

Nous avons précédemment écrit, quand les *spreads* offerts par les marchés émergents étaient extrêmement bas et que les investisseurs trouveraient des points d'entrée plus intéressants. La crise du Covid-19 a fourni l'opportunité recherchée. Ceci dit, les risques demeurent plus élevés que de coutume, car plusieurs pays émergents sont financièrement en difficultés et ont demandé l'aide du FMI.



## Monnaies, matières premières

# L'or brille pendant la crise

### Les monnaies reflètent les perceptions de risque

Le dollar est fréquemment la monnaie préférée des investisseurs en période de turbulences. La volatilité est toutefois restée nettement moins élevée que lors de la crise financière de 2008.

L'euro est habituellement sous pression quand les perceptions de risque augmentent. Les politiques de la zone euro sont présumées moins robustes que celles des Etats-Unis durant une crise. L'euro s'est toutefois apprécié à la fin mai, en réponse à l'amélioration du sentiment sur le marché des actions (graphe 15).

La normalisation économique devrait soutenir l'euro, mais nous préférons rester prudents à ce sujet à moyen terme. En particulier, le potentiel de baisse structurelle du franc par rapport à l'euro nous semble limité (graphe 14).

### L'or profite des achats d'ETF

L'or surperforme souvent durant les périodes d'incertitude, même s'il ne garantit pas une performance positive à chaque crise. Les acheteurs d'or à la marge sont des investisseurs financiers, ainsi qu'en témoignent leurs achats significatifs d'ETF (fonds passifs cotés) ces derniers mois (graphe 16).

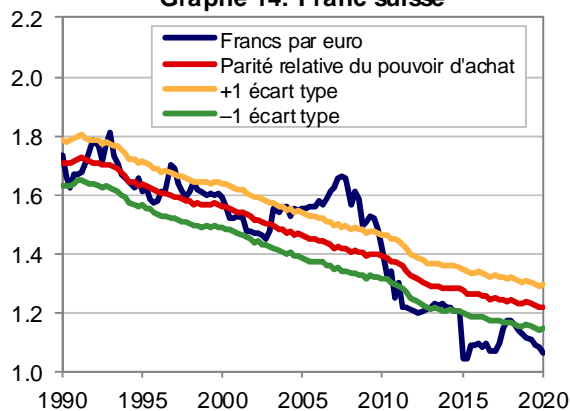
Le potentiel du métal jaune est plutôt à la hausse à moyen terme. Les groupes miniers ont diminué leurs réserves ces dernières années. Il pourrait en résulter une pénurie d'offre, même si nous la percevons plutôt comme un risque que comme une certitude.

La stabilité des prix agricoles démontre qu'aucune pénurie n'est en vue, malgré quelques hausses sur certains marchés locaux.

La demande pétrolière globale a chuté de 25% lors du confinement en avril, et elle devrait rester à ces niveaux historiquement bas ces prochains mois. Le cours du brut ne devrait pas se reprendre pleinement en l'absence de normalisation économique. Les risques sont plutôt à la baisse. Le développement de la demande de pétrole fournira d'intéressantes informations sur la vigueur de la reprise économique globale après le confinement.

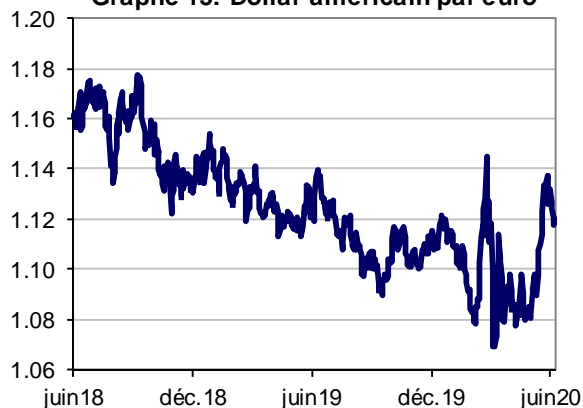
A l'exception de l'or, nous restons prudents à l'égard des matières premières.

Graphe 14: Franc suisse



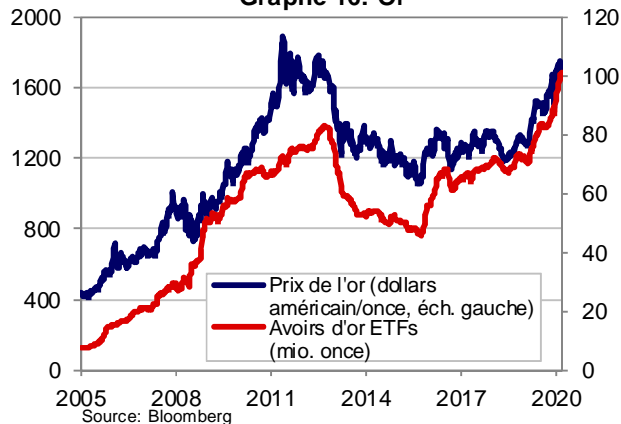
Sources: Fournisseur d'indice, stat. nationales, estim. propres

Graphe 15: Dollar américain par euro



Source: Bloomberg BGN

Graphe 16: Or



Source: Bloomberg

## Allocation des actifs

## Le regard fixé sur le moyen terme

Tableau 5: Allocation d'actifs

Monnaie de base CHF	Conser- vateur	Equi- libré	Crois- sance
<b>Liquidités</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>Obligations (incl. convert.)</b>	<b>62</b>	<b>29</b>	<b>15</b>
<b>Actions</b>	<b>16</b>	<b>40</b>	<b>60</b>
Suisse	3	8	14
Europe	3	10	14
Amérique du nord	3	7	11
Japon	0	0	2
Chine	0	2	3
Marchés émergents	2	3	4
Investissements thématiques	5	10	12
<b>Fonds alternatifs</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>10</b>
<b>Métaux &amp; Mat. Prem.</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>8</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Exposition nette devises	20	25	25

Monnaie de base EUR	Conser- vateur	Equi- libré	Crois- sance
<b>Liquidités</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>Obligations (incl. convert.)</b>	<b>62</b>	<b>29</b>	<b>15</b>
<b>Actions</b>	<b>16</b>	<b>40</b>	<b>60</b>
Europe	6	18	28
Amérique du nord	3	7	11
Japon	0	0	2
Chine	0	2	3
Marchés émergents	2	3	4
Investissements thématiques	5	10	12
<b>Fonds alternatifs</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>10</b>
<b>Métaux &amp; Mat. Prem.</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>8</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Exposition nette devises	20	25	25

Monnaie de base USD	Conser- vateur	Equi- libré	Crois- sance
<b>Liquidités</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>Obligations (incl. convert.)</b>	<b>62</b>	<b>29</b>	<b>15</b>
<b>Actions</b>	<b>16</b>	<b>40</b>	<b>60</b>
Europe	3	7	11
Amérique du nord	6	18	28
Japon	0	0	2
Chine	0	2	3
Marchés émergents	2	3	4
Investissements thématiques	5	10	12
<b>Fonds alternatifs</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>10</b>
<b>Métaux &amp; Mat. Prem.</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>8</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Exposition nette devises	10	10	10

En temps normal, les marchés financiers réagissent à de modestes changements des perceptions de risque, aux «bruits» provenant de la politique et aux variations des statistiques économiques. La période actuelle est différente en raison de l'ampleur de la contraction économique due au confinement et de l'incertitude sur l'ampleur de la reprise, d'autant que le coronavirus n'a de loin pas disparu.

Le risque principal est clairement identifié aujourd'hui. Il s'agit d'un nouveau confinement, semblable à celui qui a été imposé en mars dans les principales économies. Une hausse des infections pourrait conduire à de nouvelles mesures de distanciation sociale, mais un confinement complet nous paraît improbable. Nous pensons que les investisseurs devraient donc se concentrer sur la probable normalisation de l'activité économique ces 12 à 24 prochains mois, malgré une volatilité qui restera élevée.

#### Investissements de qualité dans un monde de faible croissance

Le paradigme d'une faible croissance combinée à une inflation modeste ne devant pas disparaître à moyen terme et la crise du Covid-19 introduisant un risque de révision à la baisse des perspectives de croissance ces prochaines années, nous conseillons les investissements de qualité. Ces derniers ne se limitent pas aux valeurs défensives. Avec des rendements obligataires et des taux d'intérêt extrêmement bas pour encore longtemps, même aux Etats-Unis, les actions de sociétés capables de distribuer durablement des dividendes attractifs sont intéressantes. Notre allocation d'actifs reste légèrement sous-pondérée en actions pour le moment, avec cependant la perspective d'une augmentation des allocations à moyen terme.

Aux côtés des valeurs européennes et américaines, les actions émergentes, surtout d'Asie, et les investissements thématiques peuvent être également acquises à des fins de diversification.

#### Obligations d'État: une maigre diversification

En raison de leur rendement à zéro ou même en dessous, les obligations gouvernementales cessent d'offrir un intérêt en termes de diversification. Leur corrélation avec les actions et les autres actifs risqués n'est plus clairement négative. Les obligations d'entreprise au bénéfice d'un rating solide offrent un rendement minimal mais une sécurité toujours très appréciable. Notre allocation obligataire consiste donc en une combinaison d'obligations d'entreprises de haute qualité, de dette émergente et d'obligations à haut rendement, sachant que les obligations convertibles offrent un profil de risque semblable aux actions pendant une crise.

## Revue des marchés financiers

## Un premier semestre extrêmement volatil

Les actions, les obligations d'entreprises et les autres actifs risqués ont subi des pertes considérables en février et mars.

La réduction des incertitudes a conduit à une reprise significative. Les prix ont progressivement reflété la fin du confinement et la normalisation de l'économie. L'augmentation des cas de Covid-19 aux Etats-Unis a provoqué une consolidation en juin.

Les valeurs refuges, notamment les obligations d'État américaines, et dans une moindre mesure le franc suisse, ont bien performé cette année à ce jour.

**Tableau 6: Monnaies (pond. échanges)**

	Performance	
	2T20*	2020*
Euro	0.8%	3.8%
Dollar américain	-2.1%	4.5%
Franc suisse	-0.3%	3.5%
Livre sterling	-1.8%	-4.5%
Yen japonais	-0.6%	3.8%
Yuan chinois	-2.0%	0.6%
Roupie indienne	-2.0%	-3.5%
Real brésilien	-3.1%	-21.4%
Rouble russe	10.9%	-8.5%

\*Au 25-juin-20. Source: fournisseur d'indice

**Tableau 7: Marchés financiers mondiaux**

	Cours	Performance EUR		Performance CHF		Performance USD	
		2T20*	2020*	2T20*	2020*	2T20*	2020*
<b>Marchés d'actions</b>							
<b>MSCI Monde</b>	<b>2180</b>	<b>15.5%</b>	<b>-7.8%</b>	<b>16.1%</b>	<b>-9.3%</b>	<b>17.7%</b>	<b>-7.6%</b>
MSCI petites valeurs	379	20.2%	-14.9%	20.8%	-16.3%	22.5%	-14.7%
StoxxEurope600	353	10.3%	-15.1%	10.8%	-16.5%	12.4%	-14.9%
EuroStoxx50	3154	13.2%	-15.8%	13.7%	-17.2%	15.3%	-15.6%
Dax (rendement prix)	11975	18.0%	-11.8%	18.6%	-13.3%	20.2%	-11.6%
Swiss Market Index	9938	6.2%	-4.8%	6.7%	-6.4%	8.2%	-4.6%
Suède (OMX)	1633	14.5%	-7.9%	15.1%	-9.5%	16.7%	-7.7%
USA (S&P 500)	3050	15.8%	-5.8%	16.4%	-7.4%	18.0%	-5.6%
Japon (Topix)	1562	9.7%	-8.2%	10.3%	-9.7%	11.8%	-8.0%
<b>Actions pays émergents</b>	<b>1011</b>	<b>16.9%</b>	<b>-9.5%</b>	<b>17.5%</b>	<b>-11.1%</b>	<b>19.1%</b>	<b>-9.3%</b>
Asie émergente	549	16.4%	-3.3%	17.0%	-5.0%	18.6%	-3.1%
Europe émergente	286	20.5%	-22.3%	21.1%	-23.6%	22.7%	-22.1%
Amér. Latine émergente	1927	20.0%	-34.1%	20.6%	-35.2%	22.3%	-33.9%
<b>Obligations</b>							
Allemagne (5-7 ans)	462	0.0%	1.1%	0.5%	-0.6%	1.9%	1.4%
Suisse (5-7 ans)	246	-0.6%	1.3%	-0.1%	-0.4%	1.3%	1.5%
Italie (5-7 ans)	817	1.8%	0.8%	2.3%	-0.9%	3.7%	1.0%
Euro: oblig. d'entrep. inv. grade	256	5.3%	-1.1%	5.9%	-2.8%	7.3%	-0.9%
Euro: oblig. à ht. redt.	323	11.5%	-5.0%	12.0%	-6.6%	13.6%	-4.7%
Oblig. Entrep. amér. inv. grade	187	7.2%	5.1%	7.8%	3.4%	9.2%	5.4%
Oblig. amér. ht. redt.	2122	9.3%	-3.0%	9.8%	-4.7%	11.3%	-2.8%
Dette souveraine émergente	395	8.9%	-2.2%	9.5%	-3.8%	11.0%	-1.9%
<b>Matières premières</b>							
Pétrole (Brent)	39	78.7%	-41.3%	79.6%	-42.3%	82.1%	-41.1%
Métaux industriels	255	7.2%	-9.9%	7.7%	-11.4%	9.2%	-9.7%
Or (dollars l'once)	1768	10.0%	16.2%	10.5%	14.3%	12.1%	16.5%
Matières premières agricoles	295	-8.0%	-15.3%	-7.6%	-16.7%	-6.3%	-15.1%
<b>Hedge Funds</b>							
Hedge fund of funds	6175	4.1%	-3.5%	4.7%	-5.1%	6.1%	-3.2%

\* Au 25-juin-20 en %. Hedge funds à la fin du dernier mois disponible. Source: fournisseur d'indice

Décharge: Nous ne garantissons pas la validité des informations incluses dans ce document, bien qu'elles soient basées sur des sources publiques connues pour être fiables. Nous sommes indépendants et ne sommes en affaire avec aucune des sociétés mentionnées dans ce rapport. Les avis, les estimations et les projections figurants dans ce rapport reflètent notre jugement à la date de l'écriture et sont sujet au changement sans avertissement. Nous n'avons aucune obligation de mettre à jour, modifier ou amender ce rapport ni d'aviser les lecteurs si quelque sujet, avis, opinion ou projection devaient changer par la suite ou devenir inexacts. Ce rapport est fourni uniquement à titre informatif et ne constitue en aucun cas une proposition d'acheter ou vendre les actions d'entreprises ou d'autres valeurs s'y rapportant ou de prendre une décision d'investissement. Ce rapport ne doit en aucun cas être disponible pour les résidents des États-Unis ou du Royaume-Uni ou pour tout autre personne à qui la loi pourrait interdire la distribution de ce rapport.

© de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A. 2020

de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A.  
12, rue de la Corrairie  
Case Postale 5335  
CH-1211 Genève 11  
T. +41 22 317 00 30  
Fax +41 22 317 00 33  
[www.ppt.ch](http://www.ppt.ch)