



- **La pandémie déclenche une récession mondiale**
- **Les programmes de soutien stabilisent les marchés financiers**
- **Une stratégie de normalisation encore incertaine**

## **La pandémie déclenche une récession mondiale**

Les mesures de confinement et de distanciation devenues nécessaires à l'échelle mondiale ont entraîné des répercussions considérables sur l'activité économique. Selon les premières estimations officielles de différents établissements nationaux, la performance économique des États-Unis, de l'Allemagne, de l'Italie ou de l'Espagne subira un recul de 3% à 8% dans l'année en cours.

Ces chiffres s'appuient sur des scénarios de base prévoyant une reprise de plus en plus solide dès le deuxième semestre. Pour l'heure, nous ne pouvons aborder les détails et les incertitudes de ces premières prévisions. Il est cependant clair que l'effondrement économique mondial qui se profile est sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale. Difficile, pour le moment, de déterminer combien de temps les restrictions actuelles continueront à freiner l'économie. Ce paramètre influe bien entendu très fortement sur les prévisions de croissance. Actuellement, la plupart des scénarios de base tablent sur une reprise économique dans deux à quatre mois.

## **Les programmes de soutien stabilisent les marchés financiers**

Le volume des programmes de soutien économique mis en place à l'échelle mondiale est lui aussi inédit. Les principales banques centrales ont adopté un ensemble de mesures: abaissement des taux, élargissement substantiel des achats d'emprunts d'État et intensification de l'apport de liquidités dans le système financier. Les fonds du budget de l'État (recettes fiscales) ont servi, dans de nombreux pays, notamment en Suisse, à octroyer des garanties et des cautionnements, afin que les entreprises bénéficient rapidement de crédits. Les ressources allouées au financement du chômage partiel et des assurances chômage ont en outre été augmentées. Dans certains pays, p. ex. les

États-Unis et l'Italie, des indemnités forfaitaires (modestes) sont versées par l'État aux ménages. Nous estimons que ce coup de pouce fiscal mondial de plusieurs milliers de milliards de USD représente tout juste 3% de la performance économique. Les marchés et le système financier mondial ont jusqu'à présent gardé la tête froide face à la crise, malgré des pertes de cours notables. Les mesures rapidement mises en place par les gouvernements et les banques centrales y ont fortement contribué. Les enseignements de la crise financière de 2008/09 et de la crise de l'euro ont permis de créer les outils dont nous disposons aujourd'hui.

Les décisions prises jusqu'à présent pourraient, malgré leur ampleur, s'avérer insuffisantes pour éviter un effondrement net de l'économie et de la demande mondiales. La crise teste également la capacité de la communauté internationale à réagir de façon appropriée sur le plan non seulement sanitaire, mais aussi économique, à une échelle jusqu'alors inédite. Les réponses aux conséquences économiques de cette crise sont, à ce jour, principalement décidées à l'échelle nationale. Dans un second temps, l'appel à une coopération internationale renforcée, compte tenu de l'ampleur des problèmes, pourrait grandir et trouver davantage de résonance. Le simple soutien de l'économie nationale des pays les plus solides ne suffira probablement pas lorsque la demande internationale viendra à chuter fortement. Les discussions au sein de l'UE quant à l'introduction d'euro-obligations laissent entrevoir la possibilité d'un compromis permettant de financer collectivement le maintien des salaires.

## **Une stratégie de normalisation encore incertaine**

La stratégie de normalisation adoptée par les différents pays européens devra prévoir la mise en place de nombreuses mesures d'accompagnement avant qu'il ne soit possible d'assumer la responsabilité d'un fort assouplissement du confinement. Il s'agira d'une part de garantir la protection des personnes à risque particulièrement exposées, et d'autre part d'exploiter systématiquement toutes les possibilités de réduire significativement le risque d'infection même après un relatif retour à la normale. Parmi les nombreuses mesures à examiner attentivement figurent les suivantes: l'augmentation du nombre de tests réalisés, la possibilité de reconstituer les chaînes d'infection au moyen des technologies à disposition, l'utilisation de masques de protection dans les lieux publics, ou encore la poursuite du télétravail dès lors que cela s'avère pertinent. L'application d'une stratégie de ce type est cependant peu envisageable en Europe avant fin avril.

## États-Unis: à l'épicentre de la pandémie

Après plusieurs semaines de déni du danger par Donald Trump, les États-Unis sont rapidement devenus un épicentre de la pandémie. Les prévisions relatives au PIB sont donc soumises à une pression de plus en plus forte. Par rapport à d'autres régions – notamment l'Europe –, les révisions à la baisse des économistes étaient jusqu'à présent relativement modérées, notamment en raison de la moindre dépendance de l'économie américaine vis-à-vis du négoce international. Si la robustesse de l'économie intérieure était un avantage en temps de crise, celle-ci pourrait à présent se transformer en une épée de Damoclès: plus que tout autre au monde, le pays est dépendant de sa consommation privée, qui représente environ 70% de sa performance économique globale. Or les mesures de quarantaine, dont l'ampleur et la durée se précisent, paralyseront une grande partie de l'activité. Compte tenu de la forte dépendance de la consommation privée et des risques pour le marché du travail (fig. 1), nombre de prévisions semblent trop optimistes. Un recul du PIB américain de plus de 5% est tout à fait réaliste.

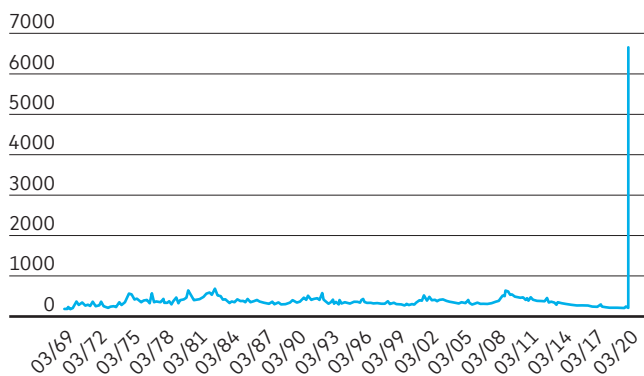
## UE: une récession courte mais violente

À l'inverse, un effondrement parfois dramatique de la performance économique est attendu pour certains pays de la zone euro, notamment l'Italie et l'Espagne. Pour l'Allemagne et la France, les prévisions se situent autour de -5%. Il est d'autant plus important d'éviter une vague de faillites et une explosion du chômage. Des programmes de dépenses, de crédits et de garanties ont donc été mis en place. De nombreux indicateurs avancés ne reflètent que partiellement le drame de la situation (fig. 2), car l'ampleur des mesures était difficile à appréhender au moment des sondages.

## Suisse: le Seco trop optimiste

La conjoncture suisse (fig. 3) ne peut pas non plus se soustraire aux répercussions négatives de la crise sanitaire. Comme dans d'autres pays, l'activité est passée au point mort. Cela vaut pour le tourisme, l'hôtellerie, ainsi que les filiales classiques dans les villes. Même les groupes tels que Coop ne peuvent y échapper totalement. Ainsi, la croissance du PIB de -1,3% prévue par le Secrétariat d'État à l'économie (Seco) le 19 mars semble très optimiste et peu réaliste.

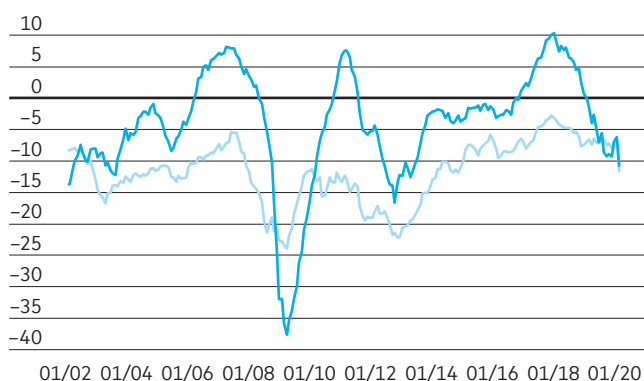
**Fig. 1: États-Unis – Premières demandes d'indemnités de chômage**



■ Premières demandes d'indemnités de chômage aux États-Unis (par semaine, en milliers)

Source: BKB, Bloomberg

**Fig. 2: indicateurs avancés de la zone euro**

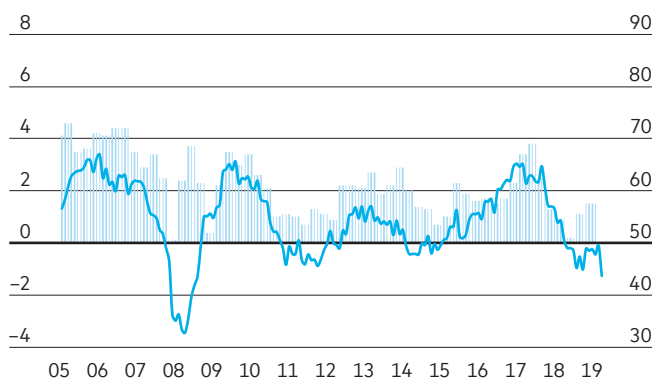


■ Moral des industriels

■ Moral des consommateurs

Source: BKB, Bloomberg

**Fig. 3: indicateur avancé et PIB suisses**



■ Indice des directeurs d'achat de l'industrie (éch. de dr.)

■ PIB en % (en glissement annuel, éch. de g.)

Source: BKB (Bloomberg)

# Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

## La Fed adopte des mesures drastiques

La banque centrale américaine (Fed) a adopté lors de sa séance exceptionnelle un ensemble de mesures destinées à soutenir l'économie et à stabiliser le système financier. Elle a tout d'abord abaissé de 100 points de base son principal taux directeur, qui s'établit à présent à 0% – 0,25% (fig. 1). Ensuite, elle a lancé un programme d'achat direct d'obligations de sociétés sur les marchés primaire et secondaire, ainsi que l'achat illimité d'emprunts d'État américains et de titres garantis par des hypothèques. Des crédits doivent en outre être mis à disposition des entreprises privées. Selon le directeur de la Fed, Jerome Powell, la banque achètera autant de ces emprunts d'État et de ces titres que nécessaire pour le bon fonctionnement des marchés et la mise en œuvre de la politique monétaire.

## La BCE assouplit les achats d'emprunts d'État

Afin de lutter contre la menace économique qui s'intensifie en raison de la crise sanitaire, la Banque centrale européenne (BCE) a de nouveau assoupli de manière imprévue sa politique monétaire. Elle augmente ainsi ses achats d'emprunts nets de 750 milliards d'euros supplémentaires dans le cadre d'un programme d'urgence (PEPP). La règle limitant à au maximum un tiers des emprunts d'État d'un pays européen le volume pouvant être acheté ne s'applique pas ici. La durée minimum d'un an pour les emprunts obligataires doit également être supprimée. Cela permet à la BCE d'acquérir des emprunts obligataires à échéance plus courte, de 70 jours.

## Perspectives

Les marchés obligataires en Europe et aux États-Unis sont à la recherche d'un nouvel équilibre à la suite de la dernière chute des cours. À court terme, les rendements pourront continuer à augmenter sur les grands marchés obligataires, tant qu'un creux n'apparaît pas dans les catégories de placement risquées. À moyen terme, les marchés obligataires devraient être soutenus par les mesures massives de politique monétaire de part et d'autre de l'Atlantique. Nous prévoyons, à moyen terme, une fluctuation des taux aux États-Unis et en Europe proche du niveau actuel. Cela s'explique, selon nous, par une inflation stagnante, qui maintiendra les taux bas à long terme.

## Marché suisse de l'immobilier

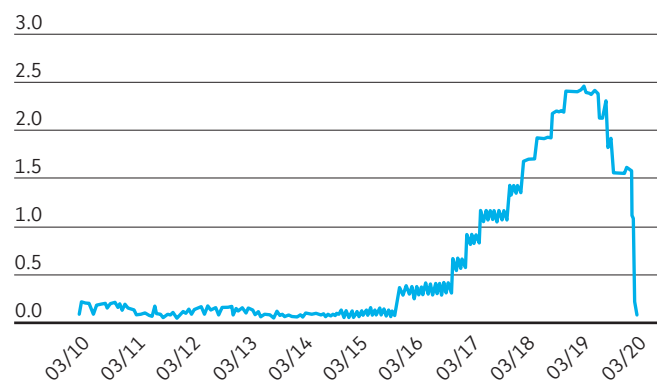
La crise n'a pas mis fin à la success story des placements immobiliers suisses cotés, mais lui a porté un coup en mars. La correction commencée en février s'est accélérée le mois dernier. Les fonds immobiliers ont reculé de 6,25% et les actions immobilières, de presque 13,5%. Les placements immobiliers demeurent cependant vaillants pour l'instant. Depuis le début de l'année, les fonds ont perdu environ 3,5% et les actions immobilières, presque 9,5%. Ces deux reculs sont modérés, en

comparaison des pertes actuelles sur les marchés des actions. L'évolution des cours a cependant des effets positifs aussi. La forte hausse des cours des placements cotés a conduit l'année dernière à des agios exceptionnellement élevés, c'est-à-dire un fort écart entre l'évaluation immobilière et les cours boursiers. Ces déséquilibres d'évaluation n'ont certes pas été corrigés, mais ont souvent été ramenés à des niveaux raisonnables.

Actuellement, le risque pour les placements immobiliers réside davantage dans l'évolution des loyers que dans les fluctuations du marché. Si la crise entraîne des défauts de paiement nombreux et durables, les recettes et l'évolution de la valeur s'en trouveront affectées. Actuellement, cette évolution ne peut cependant être évaluée sérieusement. Si ce risque ne se concrétise pas, ces placements immobiliers demeureront attractifs comparativement à d'autres catégories de placement. La demande sera supérieure à l'offre, les rendements des dividendes resteront attractifs et les évaluations se seront normalisées.

Nous maintenons notre pondération neutre de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: Effective Fed Funds Rate



Source: BKB, Bloomberg

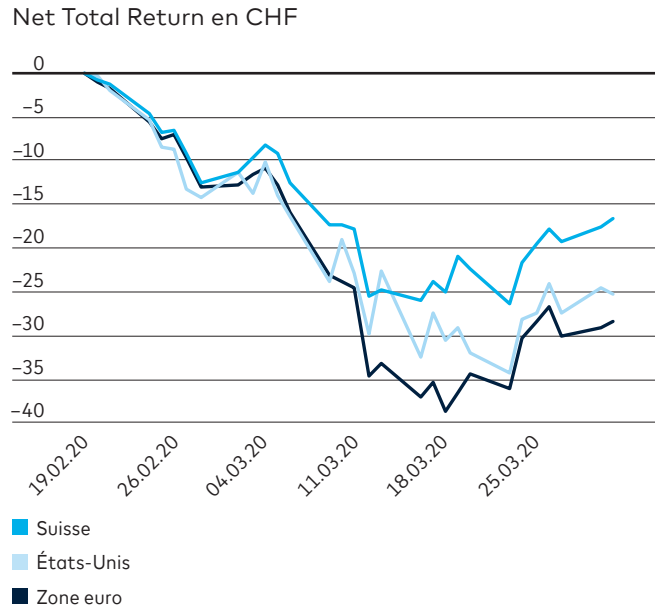
## Marchés des actions en crise

Les mesures drastiques adoptées à l'échelle mondiale pour endiguer la pandémie ont provoqué des pertes sur cours considérables sur les marchés des actions. L'incertitude quant à la durée des restrictions et à l'ampleur des dommages économiques a provoqué dans le courant du mois une baisse des performances sur le marché suisse des actions de 26,3% par rapport au dernier plus haut du 19 février. Le marché européen des actions a essuyé un repli de 38,6% et celui des actions américain de 34,4%, exprimé en CHF. Les plans de sauvetage massifs de politique monétaire et fiscale à l'échelle mondiale ont permis d'atténuer les pertes en fin de mois (fig. 1). Les actions du secteur financier ont été particulièrement touchées, compte tenu de la baisse des taux et des défaillances de crédit imminentes. Les valeurs industrielles et les valeurs de consommation cycliques, p. ex. dans le secteur automobile ou touristique, ont subi des pertes supérieures à la moyenne. Dans le monde, les actions du secteur de la santé, les valeurs de consommation non cycliques et les titres de la branche des TIC ont quant à eux été comparativement stables.

## Stratégie de placement

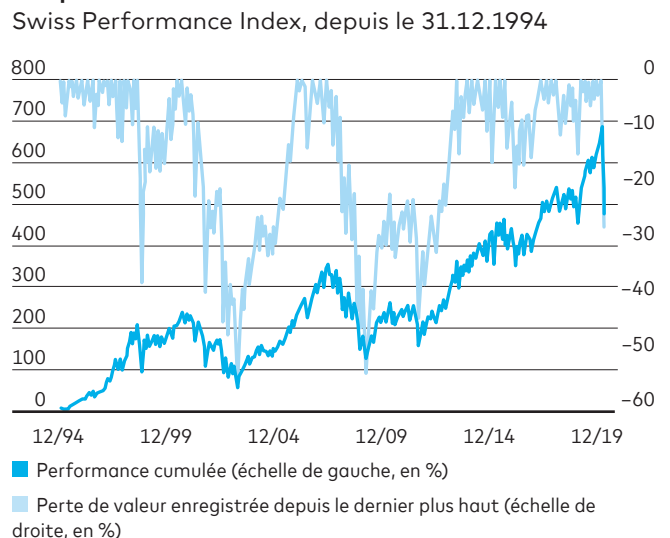
Nous avons utilisé les reculs des cours courant mars pour ajuster progressivement notre part d'actions par des achats. Les liquidités nécessaires à cela provenaient de notre sous-pondération du début d'année et de février. À la fin du mois, nos mandats de gestion de fortune se situaient à environ 1% en dessous de notre part d'actions stratégique de 45%. Nous recommandons de conserver les positions en actions. La panique est mauvaise conseillère. Les programmes de soutien substantiels devraient contribuer à atténuer les conséquences négatives pour les entreprises. Par le passé, la persévérance s'est avérée payante à moyen et à long terme lors des effondrements de cours massifs (fig. 2).

**Fig. 1: évolution du marché des actions par région depuis le 19.02.2020, en %**



Source: BKB, Bloomberg (MSCI)

**Fig. 2: performance à long terme et pertes de valeur temporaires sur le marché suisse des actions**



Source: BKB, Bloomberg

© Banque Cler / Sans engagement. Nos recommandations se fondent sur des informations publiques que nous considérons comme fiables, mais pour lesquelles nous ne prenons aucune responsabilité. Nous ne pouvons pas non plus en garantir l'intégralité et l'exactitude. Nous nous réservons le droit de modifier en tout temps sans préavis l'opinion exprimée ici. Les recommandations de placement développées dans la présente publication pourraient ne pas être applicables à certains investisseurs – selon les objectifs et l'horizon de placement ou le contexte global de la position financière. Aux investisseurs, nous conseillons qu'ils se procurent l'avis d'un spécialiste de leur banque avant de procéder à un engagement. Cette publication est le fruit de la coopération entre la Banque Cler et la BKB.