SPOTLIGHT | MAI 2020

DES NUAGES À L'HORIZON

Points clés

- Les marchés actions mondiaux ont rebondi de 29% entre le creux de la fin mars et le pic d'avril, sous l'effet de la stabilisation du nombre de nouveaux cas quotidiens de Covid-19 et des mesures que les gouvernements mondiaux se sont empressés de prendre pour atténuer l'impact économique des fermetures qui se sont imposées.
- Outre les coûts humanitaires de la pandémie appelés à se prolonger, les répercussions secondaires que l'on commence à observer justifient une position prudente de la part des investisseurs à la lumière de la forte augmentation de la prise de risques depuis fin mars.
- Nous voyons trois principaux risques à l'horizon: des flambées pandémiques secondaires aux Etats-Unis, une montée des tensions géopolitiques sino-américaines et une fragmentation politique dans la zone euro.
- En particulier, les risques perçus aux Etats-Unis semblent les plus troublants avec l'émergence d'Etats sortant de leur confinement bien que le taux quotidien d'infections dans le pays n'ait pas commencé à chuter depuis les pics de mars-avril, en dehors de New York et du New Jersey, l'épicentre initial de la pandémie outre-Atlantique.
- Par ailleurs, les tensions sino-américaines semblent s'accélérer de nouveau après la trêve de fin 2019. Les récentes évolutions indiquent un changement sur le front du conflit sino-américain, qui, au-delà des échanges commerciaux, s'étend désormais aux aspects capitalistiques et technologiques.
- Les politiques monétaires et budgétaires proactives ont contribué à empêcher la récession actuelle de se transformer en véritable dépression. Les investisseurs devraient en profiter pour rétablir la protection et l'asymétrie dans leurs portefeuilles. Tout comme en janvier-février, ces mesures devraient servir de 'rempart' si ces menaces d'une deuxième vague frappaient de nouveau les marchés mondiaux.

Comité d'investissement global

UBP
Union Bancaire Privée

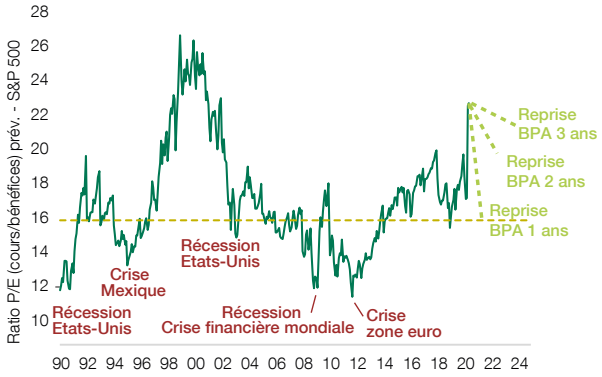
Le récent rally laisse les actions en surchauffe

Alors que nous nous attendions à ce qu'une réponse politique énergique de la banque centrale et des autorités fiscales américaines soit suffisante pour stabiliser et faire rebondir les marchés, nous avons néanmoins été surpris par le rythme et l'ampleur du rebond observé ces dernières semaines.

En effet, la remontée de plus de 30% du creux de mars des actions américaines les situe à leurs valorisations les plus élevées depuis la bulle technologique de 1999-2000. Ce qui complique la donne des investisseurs, ce sont les hypothèses de bénéfices à venir qui doivent être faites pour tenter de justifier les valorisations actuelles.

Rétrospectivement, lorsque l'économie américaine est entrée en récession, ce qui semble être le cas actuellement, il a fallu entre 3 et 3,5 ans pour que les bénéfices du S&P 500 reviennent aux niveaux observés la veille de la récession. Aux niveaux actuels, en pleine récession, le S&P 500 suppose en effet que les bénéfices des sociétés qui le composent rebondiront à leurs plus hauts de 2019 dès 2021 (cf. graphique).

Les actions américaines impliquent avec optimisme un retour aux bénéfices de 2019 dès 2021



Sources: Standard & Poor's, Bloomberg Finance L.P. et UBP

Bien que l'ampleur des mesures de relance monétaires et budgétaires prises par les gouvernements mondiaux soit censée réduire la durée et l'intensité de la récession économique en cours, un rebond en forme de V nous semble trop optimiste.

Les Etats-Unis se déconfinent-ils trop tôt ?

Certes, sachant que la récession a été quelque peu provoquée par les mesures de confinement qui ont frappé l'économie américaine et mondiale, et que ces mesures commencent maintenant à être assouplies dans plusieurs pays, il y a lieu de s'inquiéter d'une reprise de la flambée virale dans le monde.

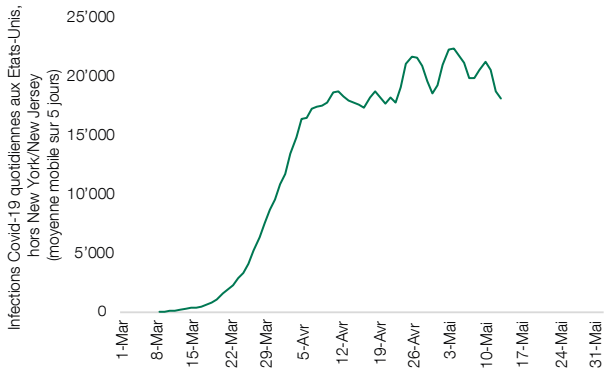
Heureusement, les Etats américains de New York et du New Jersey, épicentre de la flambée initiale aux Etats-Unis, ont connu un pic et une baisse constante des infections quotidiennes depuis début avril, reproduisant le schéma observé dans les pays d'Europe et d'Asie, selon les données de l'Université Johns Hopkins.

Cependant, en ce qui concerne le reste du pays, à l'exception de New York et du New Jersey, les Etats-Unis ont montré peu de progrès dans le ralentissement du rythme des infections quotidiennes pour l'instant.

Rappelons qu'en Europe, celles-ci avaient chuté de 80% à 90% par rapport à leurs pics de mars en Allemagne et en Suisse avant que ces pays ne commencent lentement à rouvrir leur économie. Aux Etats-Unis, à l'exception de New York et du New Jersey (qui ont prolongé leurs mesures de confinement), le nombre moyen d'infections quotidiennes à la mi-mai est égal à la moyenne observée tout au long du mois d'avril (cf. graphique).

Certes, bien que les fortes baisses à New York et dans le New Jersey soient significatives – ces deux Etats représentant ensemble 9% de la population américaine et 10% du PIB américain –, la Californie (12% de la population américaine et 15% du PIB) et le Texas (9% de la population et du PIB) ont tous deux enregistré au mois de mai des infections quotidiennes moyennes supérieures de 20 à 25% aux moyennes observées en avril.

Les infections quotidiennes aux Etats-Unis, en dehors de New York et du New Jersey, restent proches de leur pic



Sources: Université Johns Hopkins et UBP

Cette situation laisse à penser qu'un rebond stimulé par la consommation à mesure que le confinement se relâche sera moindre, ou que le risque d'une flambée pandémique secondaire conduisant au rétablissement des conditions de confinement, comme observé récemment à Singapour, peut potentiellement être crédible pour les mois à venir.

Les tensions sino-américaines s'intensifient en arrière-plan…

La trêve de décembre 2019 dans le conflit commercial entre Washington et Pékin a fait baisser la pression sur les relations sino-américaines de plus en plus tendues. En effet, les tensions précédentes ont laissé place à la lutte contre le Covid-19 en février et mars.

Cependant, vu les mesures prises par la Chine et les Etats-Unis au cours des dernières semaines, la lutte hégémonique plus large entre les deux grandes puissances économiques mondiales devrait se diriger vers de nouveaux champs de bataille, comme indiqué dans notre Spotlight d'août 2019, *The End of the US-China Trade War.*

La plupart des observateurs mettent l'accent sur les suggestions retentissantes de certains aux Etats-Unis (et dans d'autres pays) selon lesquelles la Chine devrait payer des réparations pour la propagation du Covid-19 dans le monde. Cependant, pour l'observateur attentif, au-delà de cette manœuvre politique, les Etats-Unis ont pris des mesures qui, selon nous, jettent les bases d'une attaque potentielle plus large contre l'économie chinoise au-delà du commerce, comme en 2018-2019.

En particulier, la Maison-Blanche a récemment demandé aux fonds de pension du gouvernement fédéral de s'abstenir d'utiliser des indices de référence incluant des actions chinoises – interdisant ainsi effectivement leur achat. Bien que d'ampleur modeste (environ USD 50 mia), cette décision reflète le recours des Etats-Unis à une nouvelle arme pour attaquer la Chine en s'en prenant à sa dépendance à l'égard de l'accès aux marchés de capitaux américains.

En effet, la Chine a reconnu la menace de cet angle d'attaque et a encore assoupli les restrictions à l'investissement étranger sur les marchés chinois des actions et des obligations, afin de commencer le long parcours de la construction d'une base d'investisseurs étrangers pour les marchés financiers continentaux.

Si les Etats-Unis devaient agir plus rapidement pour bloquer l'accès de la Chine aux capitaux en dollars américains, cela déstabiliserait probablement les marchés financiers mondiaux dans leur ensemble, lesquels dépendent de la libre circulation des dollars pour faciliter l'activité mondiale.

En outre, les Etats-Unis ont pris des mesures pour continuer de restreindre l'accès de la Chine aux technologies clés qui pourraient renforcer sa domination dans la 5G et réduire sa dépendance à l'égard de fournisseurs non chinois dans les années à venir.

Le ministère américain du commerce a annoncé, mais pas encore mis en œuvre, des règles visant à freiner les exportations de technologies de pointe telles que les équipements de production de semi-conducteurs, et ce en renforçant les restrictions pour l'exportation, à des fins civiles (et non militaires), de ces technologies à double usage.

Si Washington devait y donner suite, la Chine dépendrait alors de l'un des trois fournisseurs – les Etats-Unis, la Corée et Taïwan – pour alimenter ses ambitions technologiques de nouvelle génération. Plus largement (et comme souligné dans notre Spotlight *The End of the US-China Trade War*), la Chine est particulièrement dépendante des fournisseurs mondiaux de composants technologiques. Cette décision des Etats-Unis met ainsi en lumière leur volonté toujours plus affirmée de contrer les ambitions de Pékin au niveau de la chaîne d'approvisionnement technologique globale.

Bien que la Chine ait fait volte-face pour accroître les importations agricoles afin d'attirer les faveurs des Etats agricoles avant la campagne de réélection du président Donald Trump, il n'est pas certain que ces efforts soient suffisants pour détourner les faucons américains de leur nouvelle volonté apparente. A notre avis, reste à savoir si une confrontation sur cet axe aura lieu avant les élections présidentielles américaines de novembre 2020 ou peu de temps après. Les mouvements récents alimentent le risque que la première de ces hypothèses soit de plus en plus crédible.

… alors que les tensions dans la zone euro sont exposées au grand jour

Contrairement à la partie d'échecs sino-américaine qui se joue en arrière-plan, les tensions, apparemment entre le nord et le sud de la zone euro, s'exercent très ouvertement.

L'Italie et d'autres pays méridionaux ayant été repoussés dans leurs efforts visant à créer une dette mutualisée pour financer à la fois la lutte contre le Covid-19 et les mesures ultérieures de reprise économique, la perspective d'une union monétaire et budgétaire à part entière tend à s'estomper sur les marchés.

Même si ces risques ont bel et bien augmenté, nous pensons que l'Union européenne a encore une fois «botté en touche», bien qu'à une distance beaucoup plus courte que lors des crises précédentes.

L'Italie et les autres pays de la zone euro ont accès à divers dispositifs, dont le mécanisme européen de stabilité (MES), pour faire face aux charges à court terme de la lutte contre le Covid-19. Par conséquent, l'absence de «corona bonds» n'est pas obligatoirement fatale à court terme à la zone de monnaie unique.

Cependant, nous nous attendons à ce que cet enjeu revienne dès lors que les mesures de confinement se seront assouplies, et que l'Italie et d'autres pays se rendront compte que leurs efforts de reprise économique seront entravés par des contraintes budgétaires susceptibles de limiter leurs économies à la stagnation dans les années à venir. En d'autres termes, en remportant la bataille contre le coronavirus, la zone euro sera contrainte de faire face à la guerre de l'achèvement du projet Euro – et à la question de savoir si ses membres sont prêts à franchir les prochaines étapes vers une union monétaire et budgétaire.

En conséquence, bien que l'élargissement des spreads italiens soit inquiétant, nous continuons de nous attendre à ce que la Banque centrale européenne (BCE), même à la lumière de la récente contestation judiciaire allemande, puisse gagner du temps pour le continent au milieu de la crise du coronavirus. Cependant, si la pression politique en Italie devait s'accélérer et entraîner une confrontation plus rapidement que prévu, un choc supplémentaire pour l'économie mondiale commencerait à prendre forme.

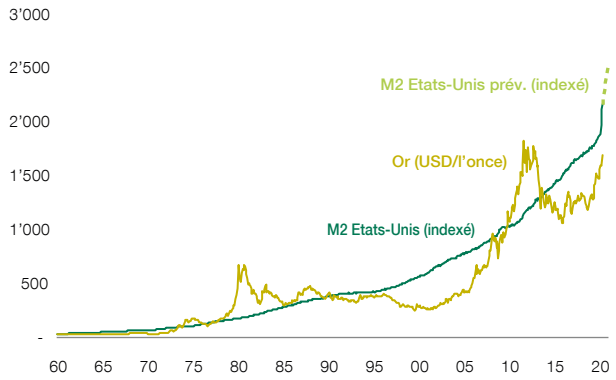
Passer de l'attaque à la défense - Rétablir l'asymétrie des portefeuilles

En janvier 2020, face à une détérioration de la conjoncture économique, à une Réserve fédérale américaine (Fed) accommodante et à des valorisations historiquement élevées, nous avons conseillé aux investisseurs d'élargir les stratégies asymétriques de repli («risk-off») au sein des portefeuilles, étant donné le rapport risque/rendement asymétrique (hausse limitée, baisse significative) offert par les marchés.

Nous pensons que ce conseil est une fois de plus pertinent malgré les efforts déployés par la banque centrale américaine pour offrir un «Fed put» de plus en plus ouvert aux investisseurs.

A notre avis, comme au début de 2020, l'or continue de servir de réserve de valeur attrayante pour les investisseurs, car les banques centrales cherchent de plus en plus à monétiser les défis auxquels est confrontée l'économie mondiale. En effet, malgré une hausse de 14% depuis le début de l'année, l'or continue de sous-valoriser la politique monétaire de type «quoi qu'il en coûte» de la Fed (cf. graphique).

L'or continue de sous-valoriser la politique du «quoi qu'il en coûte» de la Fed



Sources: Réserve fédérale de St-Louis, Bloomberg Financel L.P. et UBP

Cependant, contrairement au début de 2020, avec des taux d'intérêt à la limite du zéro, les obligations gouvernementales américaines de long terme n'offrent plus aux investisseurs le même refuge que par le passé. Avec un potentiel de hausse limité et un risque de baisse significatif, elles devraient, selon nous, ne pas profiter aux investisseurs à l'avenir.

Ainsi, nous continuons plutôt à chercher des monnaies refuges – le yen japonais et le franc suisse – comme valeur alternative, en particulier pour les investisseurs référencés en USD.

Pour les investisseurs qui continuent de détenir des positions d'actifs risqués en actions, comme en janvier, nous nous appuyons de plus en plus sur les stratégies d'options et sur notre exposition aux hedge funds «long/short» de haute qualité afin de protéger les positions contre de potentielles contractions.

Auteurs

Michaël Lok

Chief Investment Officer (CIO) Groupe
et Co-CEO Asset Management

michael.lok@ubp.ch

Norman Villamin

Chief Investment Officer (CIO)
Wealth Management et
Responsable Allocation d'actifs

norman.villamin@ubp.ch

Patrice Gautry

Chef économiste

patrice.gautry@ubp.ch

Yves Cortellini

Responsable adjoint
Allocation d'actifs

yves.cortellini@ubp.ch

Informations importantes

Ce document est une communication marketing contenant des INFORMATIONS GÉNÉRALES sur les services financiers; il reflète la seule opinion de l'Union Bancaire Privée, UBP SA et/ou d'une entité du Groupe UBP (ci-après l'«UBP») à la date de son émission. Le présent document ne constitue pas et ne doit pas être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de conclure une transaction avec l'UBP, ou d'acheter, de souscrire ou de vendre des devises, produits ou instruments financiers, ou encore d'effectuer un investissement, ou de participer à des stratégies de trading spécifiques dans un territoire où une telle offre ou sollicitation ne serait pas autorisée; il n'est pas destiné aux personnes auxquelles il serait illégal de faire une telle offre ou sollicitation. Ce document vise uniquement à fournir une vue d'ensemble à des fins de discussion dans le but de déterminer l'intérêt du client. Il ne remplace pas un prospectus, une Feuille d'information de base (FIB/KID), un Document d'information clé pour l'investisseur (DICI/KIID), ou tout autre document juridique relatif à un instrument financier spécifique, lesquels peuvent être obtenus gratuitement sur demande auprès de l'UBP ou auprès du siège social de l'émetteur de l'instrument concerné, le cas échéant. Les opinions exprimées ne prennent pas en considération la situation, les objectifs ou les besoins spécifiques du client.

L'UBP procède à des analyses sur les instruments financiers en se basant sur l'offre de marché et peut, à cette fin, entretenir et/ou chercher à développer des relations d'affaires avec des tiers. De plus, l'UBP peut créer ses propres instruments financiers. Les présentes informations génériques ne sont par conséquent pas indépendantes des intérêts propres de l'UBP ou de tiers liés à l'UBP, lesquels intérêts sont susceptibles d'entrer en conflit avec ceux du client. L'UBP dispose de directives internes visant à gérer les conflits d'intérêts et prend toutes les mesures organisationnelles appropriées pour prévenir de potentiels conflits d'intérêts.

Les informations contenues dans ce document ne sont le fruit ni d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers (ASB), ni d'études indépendantes sur les investissements conformément aux dispositions de la Directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers («MiFID»). La réglementation de l'Union européenne (UE) ne gouverne pas les relations conclues avec les entités UBP situées en dehors de l'UE.

Des efforts raisonnables ont été déployés pour s'assurer que le contenu du présent document se fonde sur des informations et des données objectives, obtenues auprès de sources fiables. Cependant, l'UBP ne peut garantir que les informations figurant dans le présent document et collectées en toute bonne foi par ses soins sont exactes et exhaustives, et décline toute responsabilité pour toute perte ou tout dommage résultant de l'utilisation desdites informations. Les circonstances peuvent changer et affecter les données recueillies et les opinions exprimées au moment de la publication. Les informations contenues dans ce document sont donc susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis. L'UBP décline toute responsabilité quelle qu'elle soit et ne formule aucune déclaration, ni garantie ou engagement, explicite ou implicite, quant aux informations, projections ou opinions contenues dans le présent document, ou quant aux éventuelles erreurs, omissions ou inexactitudes du document. L'UBP ne s'engage pas à mettre à jour ce document ou à corriger les éventuelles inexactitudes susceptibles d'être constatées après sa publication.

Ce document peut faire référence à des performances passées, lesquelles ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs. Toutes les déclarations contenues dans ce document autres que les déclarations sur des performances passées et sur des faits historiques sont de nature purement prospective. Les déclarations de nature prospective ne garantissent pas les performances futures.

Le traitement fiscal de tout investissement dépend de la situation individuelle du client et peut, à l'avenir, être sujet à des modifications. Le présent document ne contient pas de conseil fiscal de l'UBP et ne reflète pas la situation individuelle du client.

Le présent document est confidentiel et destiné uniquement à la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être reproduit, en totalité ou en partie. L'UBP interdit spécifiquement la redistribution du présent document, en tout ou partie, sans son autorisation écrite préalable, et décline toute responsabilité concernant les agissements de tierces parties à cet égard. Ce document n'est pas destiné à être distribué aux Etats-Unis ni aux personnes américaines («US Persons»), ou dans les juridictions où sa distribution par l'UBP serait limitée.

Suisse: L'UBP est agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Royaume-Uni: L'UBP est agréée par l'Autorité de régulation prudentielle (Prudential Regulation Authority, la «PRA»). Elle est assujettie à la réglementation de l'Autorité de conduite financière (Financial Conduct Authority, FCA) et elle est soumise à certaines règles de la PRA.

Dubaï: Ce document marketing est communiqué par Union Bancaire Privée (Middle East) Limited, une société agréée et réglementée par la Dubai Financial Services Authority (la «DFSA»). Il est destiné uniquement à des clients professionnels et/ou à des contreparties du marché, et aucune autre personne ne saurait agir sur la base dudit document. Les produits ou services financiers auxquels ce document se rapporte ne sont disponibles que pour les clients professionnels et/ou les clients répondant aux critères de contrepartie du marché. Les données figurant dans le présent document sont fournies uniquement à titre d'information. Elles ne sauraient être considérées comme une offre d'achat ou de vente, ou comme une sollicitation pour une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier, ou une participation dans une stratégie de trading spécifique dans une quelconque juridiction.

Hong Kong: L'UBP possède une licence bancaire en tant que société réglementée par la Hong Kong Monetary Authority (HKMA), et elle opère en tant qu'établissement enregistré par la Securities and Futures Commission (SFC), uniquement pour les activités de Type 1, 4 et 9 à Hong Kong. Les titres peuvent uniquement être offerts ou vendus à Hong Kong au moyen des documents suivants: (i) documents destinés aux «investisseurs professionnels» au sens de la Securities and Futures Ordinance (la «SFO») (Chapitre 571) de la législation de Hong Kong et de toute autre règle fixée par ladite SFO, ou (ii) «prospectus» au sens de la Companies Ordinance (la «CO») (Chapitre 32) de la législation de Hong Kong, ou documents constituant une offre au public au sens de la CO. Sauf autorisation en vertu des lois de Hong Kong, aucune personne ne peut émettre ou avoir en sa possession à des fins d'émission, que ce soit à Hong Kong ou dans un autre pays, un document publicitaire, une invitation ou un document relatif(ve) auxdits titres ciblant le public à Hong Kong, ou susceptible d'être rendu(e) accessible ou consultable par ledit public, à l'exception des cas où les titres sont destinés à être cédés uniquement aux personnes en dehors de Hong Kong, ou exclusivement aux «investisseurs professionnels» au sens de la SFO.

Singapour: L'UBP est une banque réglementée par la Monetary Authority of Singapore (la «MAS»). En vertu du Financial Advisers Act (Cap. 110) de Singapour, l'UBP opère, en outre, en tant que conseiller financier exempté d'autorisation pour fournir certains services de conseil financier. Aux termes de la Section 99(1) du Securities and Futures Act (Cap. 289) de Singapour (le «SFA»), l'UBP est également exemptée d'autorisation pour conduire certaines activités réglementées. Le présent document n'a pas été enregistré en tant que prospectus auprès de la MAS. Par conséquent, ce document ainsi que tout autre document ou toute autre publication en relation avec des recommandations génériques peuvent uniquement être diffusés ou distribués, directement ou indirectement, à Singapour aux personnes suivantes: (i) les investisseurs institutionnels au sens de la Section 274 du SFA, ou (ii) les personnes éligibles aux termes de la Section 275(1) du SFA, ou toute autre personne conformément à la Section 275(1A) du SFA, et aux conditions spécifiées à la Section 275 du SFA, ou (iii) toute autre personne en vertu de toute autre disposition applicable du SFA, conformément aux conditions de ladite disposition. Ce document n'a pas été révisé par la MAS.

Luxembourg: L'UBP est enregistrée auprès de l'autorité de supervision luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Italie: Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano, opère en Italie en vertu du passeport européen dont bénéficie sa société mère, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., valable pour l'ensemble du territoire de l'Union européenne, et est ainsi autorisée à fournir des services et à exercer des activités pour lesquels sa maison mère, Union Bancaire Privée (Europe) S.A., a été habilitée au Luxembourg, où elle est réglementée par l'autorité de supervision luxembourgeoise, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Monaco: Le présent document ne doit pas être considéré comme constituant une offre publique ou une sollicitation similaire en vertu de la législation de la Principauté de Monaco, mais il peut, à titre d'information, être mis à la disposition des clients d'Union Bancaire Privée, UBP SA, Succursale de Monaco, un établissement réglementé, en matière d'activités bancaires, par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et, en matière d'activités financières, par la Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF).

© UBP SA 2020. Tous droits réservés.

18 mai 2020

Union Bancaire Privée, UBP SA | Siège social
Rue du Rhône 96-98 | Case postale 1320 | 1211 Genève 1 | Suisse
ubp@ubp.com | www.ubp.com

Signatory of: PRI Principles for Responsible Investment

Inscrivez-vous à notre newsletter sur ubp.com