

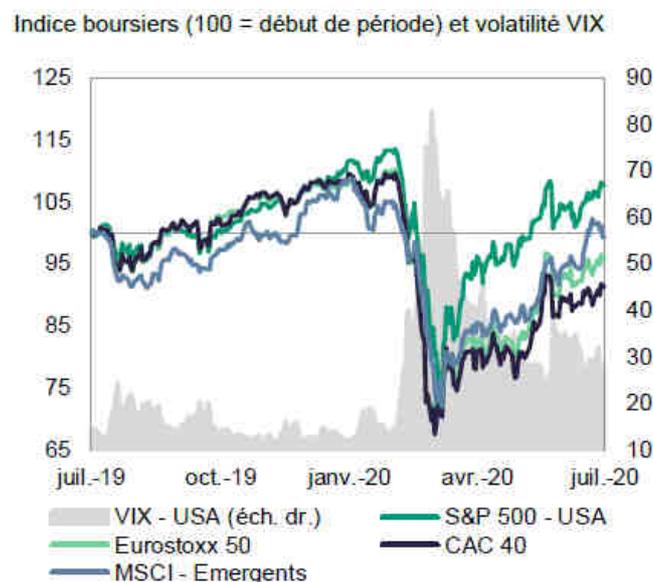
REVUE TRIMESTRIELLE
MONDE & ÉMERGENTS - Q3 2020

Rebond progressif de l'activité

Rebond progressif de l'activité

Après une chute de la croissance sans précédent depuis la fin de la guerre au second trimestre, l'activité a redémarré en mode « rattrapage » presque partout, en dépit de l'accélération des nouveaux cas de Covid19 dans le monde. En particulier, les ménages, qui ont été contraints de ne pas dépenser pendant plus de 2 mois, ont pu à nouveau consommer. Parallèlement, la confiance des entreprises s'est nettement améliorée, revenant presque au niveau d'avant crise. Pourtant cette reprise est atypique. En effet, le « rattrapage » amplifié par les mesures de soutien (baisse de la TVA en Allemagne, primes pour l'acquisition d'un véhicule, etc.) ne devrait pas se poursuivre sur les rythmes de juin et juillet et les conséquences à moyen terme risquent d'être difficiles à gérer. En effet, compte tenu du soutien aux entreprises dans le cadre du chômage partiel (interdiction de licencier), on ne connaît pas encore l'ampleur de la crise sur le marché du travail. Or, dans plusieurs secteurs, en particulier dans les services, la hausse du chômage va être massive, y compris en Europe.

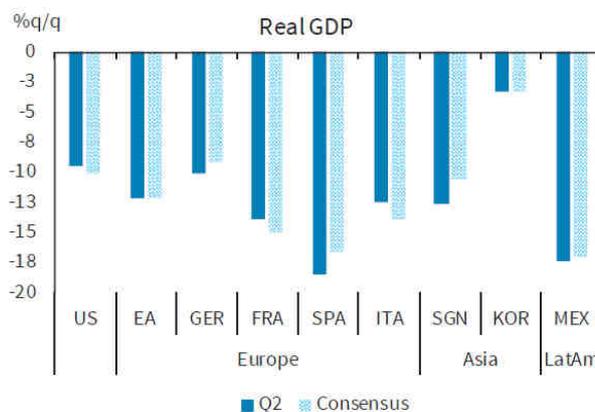
Fig. 1: Monde: marchés actions et volatilité
Source: Barclays



Cette hausse du chômage devrait déboucher sur un net ralentissement du rythme de la consommation privée. Ce phénomène est bien visible dans les enquêtes sur les ménages en Europe et en Amérique du Nord. Reste à savoir quelle en sera l'ampleur à moyen terme.

Pour permettre aux Etats et aux entreprises de se financer pendant le pic de la crise, les banques centrales des pays industrialisés ont abaissé massivement leurs taux, qui étaient déjà historiquement bas. La politique monétaire est donc entrée dans l'ère de l'argent quasi gratuit, car les taux vont rester très bas longtemps. C'est un facteur de risque pour l'économie mondiale. En effet, cette situation pourrait créer des bulles (immobilières notamment), car les ménages peuvent emprunter encore plus et « moins cher », et une forte hausse de l'endettement public car le « service de la dette » n'a jamais été aussi bas. Le risque principal de cette hausse massive de l'endettement est évidemment une « normalisation » des taux d'intérêt à moyen terme et un net rebond du service de la dette pour les ménages et pour les entreprises qui pourraient déboucher sur des insolvabilités.

Fig. 2: Monde: PIB T2
Source: Barclays



Compte tenu des derniers indicateurs connus et des chiffres du 2e trimestre, la croissance devrait reculer de 6% dans les pays de l'OCDE et de 2% environ dans les pays émergents. Au total, le PIB mondial devrait reculer d'environ 3.5% cette année avant de rebondir de plus de 5% en 2021.

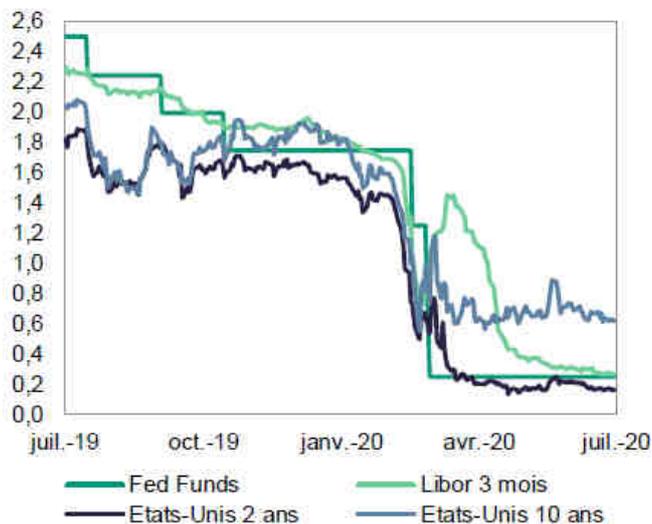


Le FMI a publié le 24 juin dernier ses dernières prévisions qui sont très pessimistes avec un recul du PIB mondial prévu de 5% cette année. L'organisation souligne que les pays européens du sud seraient les plus impactés par la crise avec une contraction du PIB de près de 13% en Espagne et en Italie. Toutefois, un recul de plus de 10% pour la zone euro nous semble être une estimation très pessimiste. Les raisons invoquées par le FMI pour justifier la nette dégradation de ses prévisions sont, d'abord, un confinement plus long qu'anticipé. Ensuite, le retour à la normale serait plus lent qu'anticipé. Enfin, dans un contexte de progression encore rapide de l'épidémie, de nouveaux confinements sont et seront inévitables. Le FMI a également calculé que les plans de relance (hors garantie des prêts) sont colossaux. Au niveau mondial, ils représentent 3.8% du PIB, mais 8.5% au Royaume-Uni et 5.7% en Allemagne. Au total, le rebond de l'activité est là, mais son « intensité » est difficile à prévoir compte tenu des inconnues liées à l'évolution de la pandémie.

Fig.3: Taux d'intérêt USD

Source: CA

% , interbancaire (Londres) et souverains (Etats-Unis)

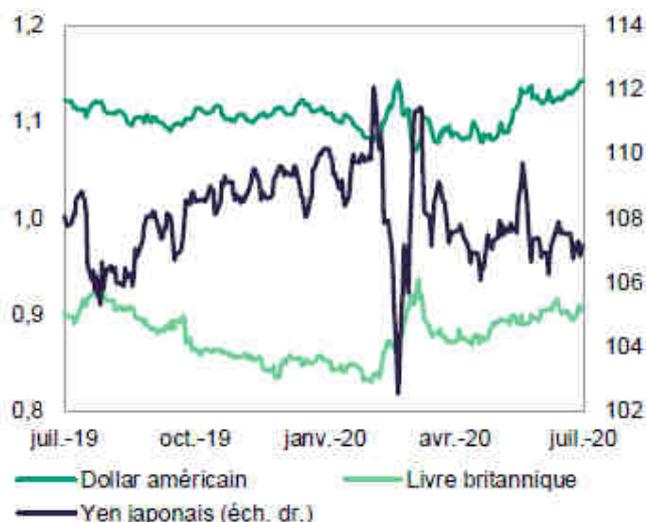


Après avoir dévissé au début de la crise, **les taux longs** sont restés stables à des niveaux historiquement bas. Les taux américains ressortent à 0.7% et pourraient remonter vers 0.9% à la fin de l'année si la pandémie recule et que l'activité redémarre. Mais si les Etats-Unis n'arrivent pas à enrayer la progression du Covid 19, les taux longs pourraient même baisser à 0.5%. Dans la zone euro, la crise semble, pour l'instant, avoir dépassé son point culminant tant sur le plan sanitaire que sur le plan du marché des taux. Les taux longs se sont légèrement redressés, passant pour le Bund (allemand) de -0.5% à -0.4%.

Par ailleurs, la BCE a lancé un plan pour éviter que les différences entre les taux longs (spreads) ne s'accroissent entre les pays membres. Il s'agit d'achats d'actifs massifs sous le nom de « Pandemic Emergency Purchase Program » ou PEPP. Cette mesure a fortement réduit ces écarts entre les pays. La diminution des spreads pourrait encore être renforcée par le Fonds de relance de l'UE qui prévoit un partage de la charge de la dette. Ces mesures sont massives et ressortiraient à plus de 300 milliards d'euros et concerne 75% de l'offre de titres. Or, les banques centrales européennes détenaient début 2020 environ 25% de la dette souveraine. Cette évolution pourrait engendrer l'éviction de certains investisseurs (privés) au profit des banques centrales. A moyen terme, les taux longs européens devraient se « normaliser ». Toutefois, le Bund allemand 10 ans ne reviendrait à son niveau de pré-crise (-0.20%) qu'en 2021. Par ailleurs, les spreads, même contenus par la politique de la BCE, resteraient élevés de 150 points par exemple pour l'Italie.

Fig.4 : Devises OCDE

Source: CA



Sur le marché des **taux de change**, l'évolution la plus importante au cours des dernières semaines est l'affaiblissement du dollar face à l'ensemble des devises de l'OCDE. Ceci est dû à la poursuite de la progression de la pandémie en Amérique du Nord et à la montée de l'incertitude sur les résultats de l'élection présidentielle en novembre. Parallèlement, l'euro s'est renforcé suite à l'annonce d'un début de solidarité budgétaire dans la zone euro. Les devises « refuges » comme le yen japonais ou le franc suisse restent fermes, sans pour autant s'apprécier d'avantage. Enfin, après leur chute, les devises émergentes se sont stabilisées.

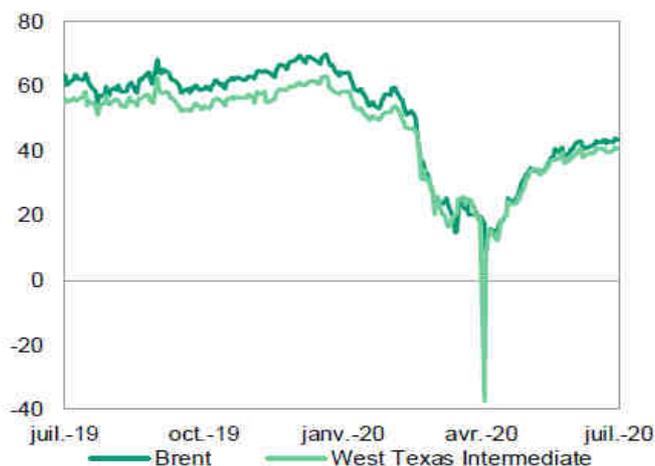
Le **marché du pétrole** s'est enfin stabilisé après son effondrement au début du printemps avec le plongeon de la demande. Mais cette stabilisation des cours intervient après des efforts sans précédent des pays producteurs en termes de réduction de la production pour soutenir les prix. En effet, selon l'AIE, les membres de l'OPEP+ (avec la Russie) ont réduit leur production de 9.4 millions de barils par jour (mb/j) en mai et en juin, proche de l'objectif fixé de 9.7 mb/j. Au total, l'offre mondiale de pétrole a été réduite de 14 mb/j (en incluant les Etats-Unis et le Canada) par rapport au début de l'année et est ressortie à 86.9 mb/j en juin. Compte tenu du déconfinement progressif en Chine et dans les pays de l'OCDE, la demande s'est reprise en mai et en juin. Les marchés ont donc pu « absorber » le choc. Les prix du baril sont même remontés de 20 dollars par rapport à la moyenne d'avril, à plus de 43 dollars le baril début juillet.

Pour les mois à venir, tout pronostic de prix est évidemment difficile, les inconnues restant trop nombreuses. Le scénario central est une reprise graduelle de la consommation dans les pays industrialisés. Mais, cette reprise est soumise à beaucoup d'incertitudes. En effet, par exemple, le trafic aérien international est toujours à l'arrêt et n'est pas prêt de redémarrer. Par ailleurs, le confinement partiel de Pékin il y a quelques semaines, et celui, plus récent, de Barcelone, soulignent les incertitudes de cette reprise et montrent l'impact direct sur la consommation de pétrole. Du côté de l'offre, il faut également s'attendre à un non respect graduel des quotas de production par les pays de l'OPEP et par la Russie, ce qui devrait peser sur les prix.

Fig.5 : Prix du pétrole en USD

Source: Crédit Agricole

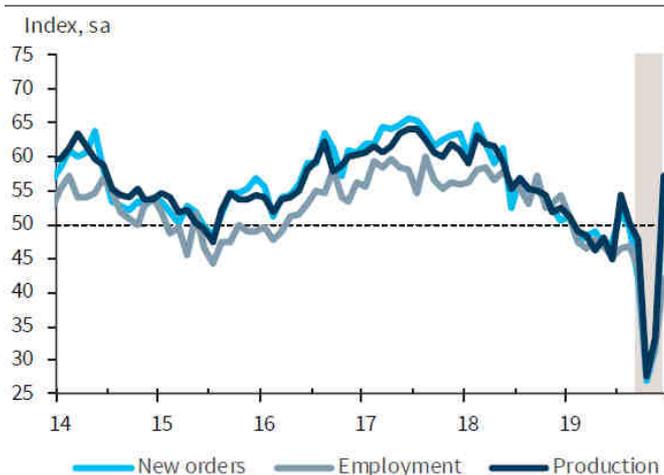
Brent (mer du Nord) et WTI (golfe du Mexique)



Aux **Etats-Unis**, la pandémie aura provoqué la pire récession depuis 1946. Toutefois, avec la reprise de l'activité, les enquêtes sur l'activité se sont améliorées, le taux de chômage a commencé à refluer et les indices boursiers sont à la hausse. Mais, avec le reconfinement de secteurs entiers, en particulier dans le sud du pays, suite à l'explosion des nouvelles contaminations, on peut se demander si l'optimisme ambiant n'est pas exagéré. Sur l'ensemble de l'année, le repli du PIB devrait être de 5% environ après un plongeon de plus de 35% l'an au 2e trimestre. Un rebond de l'ordre de 4% est attendu en 2021.

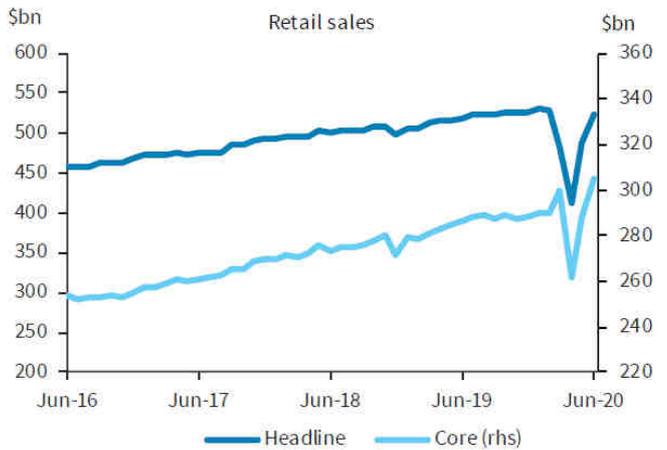
Fig.6 : Etats-Unis: Indicateur ISM secteur manufacturier

Source: Barclays



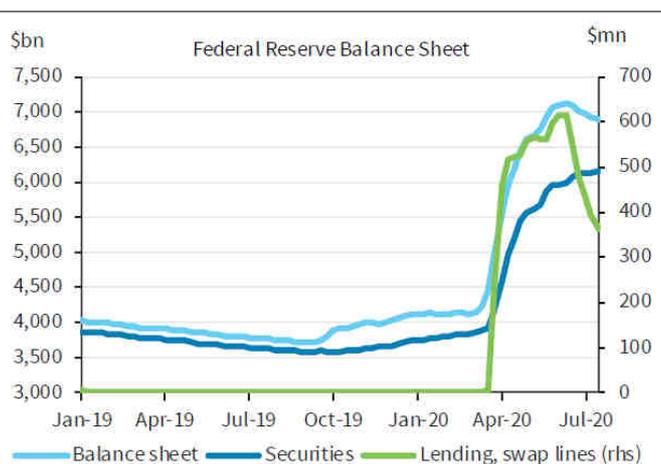
Les enquêtes et les premiers chiffres sur la production soulignent que l'activité industrielle est en phase de rattrapage. Mais le marché du travail concentre les inquiétudes. En effet, en juin, le niveau de l'emploi est inférieur à 14.7 millions par rapport à février. Pourtant la consommation des ménages a fortement rebondi avec les ventes au détail qui progressent encore de plus de 7% en juin, après plus de 18% en mai. Mais, à moyen terme, après le rebond post confinement, soutenu par les aides gouvernementales, les incertitudes sur la poursuite de la hausse de la consommation restent importantes. En effet, la poursuite de mesures de confinement sur le secteur des services (restauration, tourisme, etc.) parmi les plus grands Etats (Texas, Floride, Californie, etc.) va encore impacter durement le marché du travail. Pour soutenir l'activité et les emplois, le gouvernement fédéral a débloqué massivement des fonds. Ainsi, 1000 milliards de dollars ont été consacrés aux prêts garantis (Paycheck Protection Program) et le gouvernement a également étendu les indemnités chômage pour maintenir les revenus des ménages.

Fig.7 : Etats-Unis: Ventes au détail
Source: Barclays



La politique monétaire n'est pas en reste et la Réserve fédérale (Fed) a engagé des moyens considérables ces derniers mois, ce qui a d'ailleurs fortement soutenu les marchés financiers. Les limites à la politique d'assouplissement quantitatif de la Fed ont été levées, ce qui l'a conduit à racheter depuis quatre mois pratiquement l'équivalent du PIB annuel de la France ! Par ailleurs, les programmes de refinancement ad hoc se sont multipliés, la Fed se montrant aussi moins exigeante en matière de garanties. Elle s'est positionnée comme prêteuse en dernier ressort sur absolument tous les compartiments du marché de la dette, primaire ou secondaire. Enfin, suite à la crise de liquidité mondiale sur le dollar, les interventions de la Fed ont largement dépassé les frontières, celles-ci ayant noué des accords de swap avec les principales banques centrales. Au total, les lignes de financement ouvertes par la banque centrale américaine ont pu dépasser le trillion de dollars d'encours.

Fig. 8 : Etats-Unis: Politique monétaire
Source: Barclays

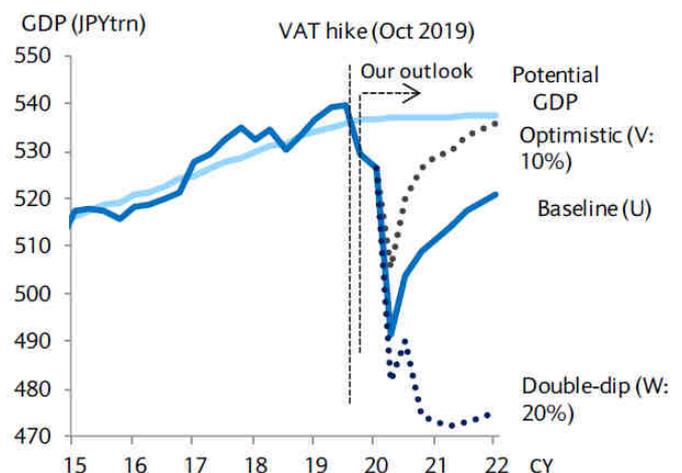


Au **Japon**, la reprise de l'activité est encore timide, comme le soulignent les résultats des enquêtes Tankan trimestrielles réalisées par la Banque du Japon (BoJ). Dans le secteur manufacturier, ce sont les sous-secteurs de l'automobile et de l'acier qui chutent le plus fortement par rapport à mars. La production industrielle, qui a reculé ces quatre derniers mois, s'est enfin stabilisée en juin à 2.7% (m/m) après quatre mois consécutifs de contraction. Le PIB s'est contracté de près de 24.1% l'an au 2e trimestre en raison du recul marqué des exportations et de la chute de la consommation des ménages. Au total, le PIB devrait se contracter entre 5% et 5.5% cette année, avant de rebondir légèrement de 2% en 2021.

Comme dans les autres pays de l'OCDE touchés par la pandémie, les autorités ont mis en place un plan de soutien budgétaire massif. Au total, celui-ci devrait ressortir à 20% du PIB. Selon les calculs du FMI, la dette publique devrait encore progresser pour atteindre 225% du PIB à la fin de l'année. Toutefois, le risque lié à cet endettement est limité car celui-ci est détenu principalement pas des agents locaux. Parallèlement, la BoJ a amplifié ses mesures d'assouplissement quantitatif, notamment pour éviter une hausse du coût de l'endettement de l'Etat japonais. Le bilan de la BoJ atteint déjà 100% du PIB.

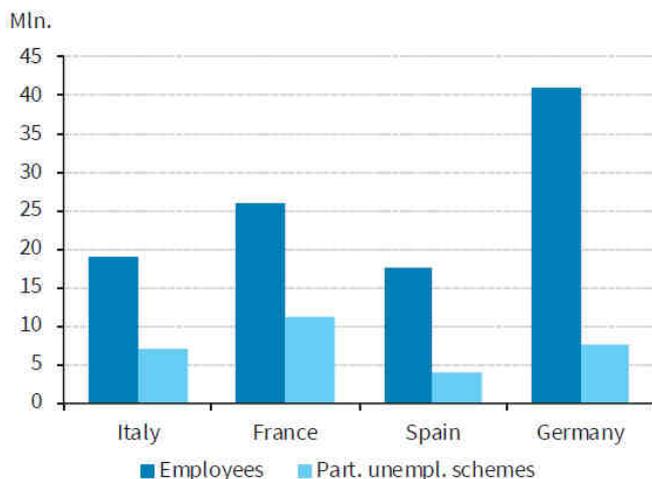
Pour les prochains mois, les perspectives ne sont pas très bonnes. En effet, le redressement progressif de l'activité est soumis aux marchés d'exportation, notamment les Etats-Unis. Par ailleurs, la persistance de la déflation, sur un horizon de 24 mois en tout cas, ne devrait pas permettre un véritable rebond de la consommation des ménages.

Fig.9: Japon: scénarios d'évolution du PIB 2021 – 2022
Source: Barclays



En **Europe**, la levée du confinement et la réouverture des frontières de l'UE ont permis un redémarrage de l'activité. Les derniers indicateurs suggèrent un rebond de l'activité plus soutenu qu'anticipé. Toutefois, il faut rester très prudent compte tenu des inconnues sur l'évolution de la pandémie au cours des prochains mois. Les récents confinements opérés en Allemagne et en Espagne démontrent que la situation n'est pas stabilisée et ne le sera qu'au moment de la disponibilité d'un vaccin. La réouverture des frontières intra UE devrait permettre en tout cas aux pays du sud de bénéficier partiellement de la manne touristique cet été. Au total, la contraction du PIB cette année serait sévère et ressortirait entre -8% et -10% pour la zone euro, avant un rebond attendu de 7% environ. Suite à l'arrêt de l'offre dans plusieurs secteurs d'activité et au plongeon de la consommation des ménages, le rôle des mesures de soutien sera donc crucial.

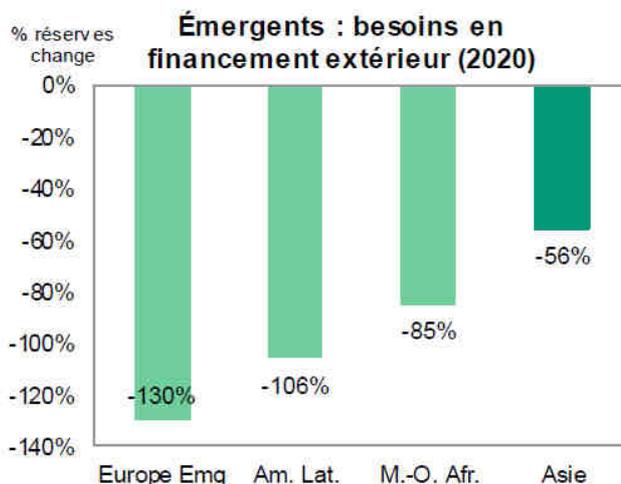
Fig. 10: Zone euro: Emplois et chômage partiel (en millions)
Source: Barclays



Les réponses des gouvernements et de la BCE ont été massives. Mais les différents pays qui ont créé pour 1'200 milliards de nouvelles dettes ont compris qu'il fallait coordonner ces émissions avec l'UE et la BCE sous peine de voir les taux d'intérêt se relever pour certains et menacer à nouveau la cohésion de l'union monétaire. Sous l'impulsion de l'Allemagne et de la France, l'UE devrait donc mobiliser au total 9.8% du PIB pour le soutien à l'économie, dont 3.6% du PIB de subventions, 4.2% de prêts et 2% en garanties à l'investissement. Cette aide européenne, y compris l'action de la BCE, devrait permettre aux pays du sud plus durement touchés par la pandémie d'avoir accès des conditions de financement favorables et éviter une sortie de crise « différenciée » qui serait préjudiciable à moyen terme à la croissance européenne.

Pour la première fois depuis que les statistiques existent sur les **pays émergents** (depuis 1960), le PIB devrait reculer cette année de plus de 1.5% avant de rebondir en 2021 à 5.5% environ. En raison des confinements mis en place, la consommation privée s'est effondrée. La réaction des gouvernements a été assez forte. Au plan budgétaire, les BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) ont relevé leurs dépenses budgétaires entre 2.5% du PIB pour l'Inde à 5% pour le Brésil. Sur le plan monétaire, les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs en moyenne de 115 points de base depuis février parmi les vingt plus grands pays émergents. Parallèlement celles-ci ont lancé des programmes de rachat d'obligations similaires à ceux de la BCE, de la Fed ou de la Banque du Japon. Corollaire de ces plans de soutien, la dette publique et ses charges vont augmenter considérablement dès 2021.

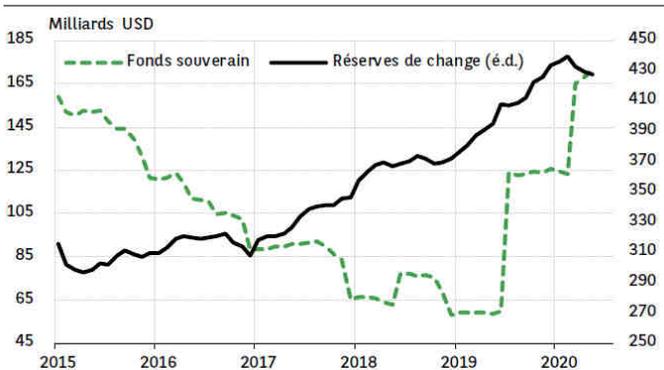
Fig. 11: Pays émergents: baisse des taux directeurs
Source: Barclays



Les conséquences négatives sur l'emploi et sur le plan social sont un autre risque pour ces pays. En effet, le confinement n'a pas permis à la majorité de la population de travailler dans un contexte de travail informel et sans protection sociale. Déjà dans plusieurs pays, des troubles sociaux ont éclaté. Une instabilité géopolitique est un autre risque supplémentaire, notamment entre la Chine et les Etats-Unis. Par ailleurs, la volatilité des marchés financiers, en particulier ceux des taux de change, pourrait déboucher sur des situations de cessation de paiement à l'image de ce qui se passe en Argentine ou au Liban, et provoquer des crises financières « secondaires ». Enfin, tous les pays émergents auront besoin d'un financement extérieur accru qui ne sera pas « automatique ».

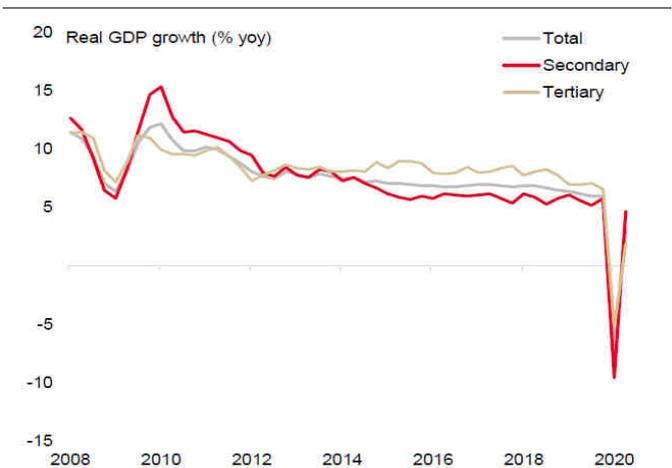
En Russie, la chute de l'activité a été plus marquée que dans la plupart des autres pays émergents. Les prévisions de croissance ne sont pas bonnes avec une contraction du PIB prévue entre 5% et 6% cette année et un léger rebond de 2% en 2021. Le repli des prix du pétrole et des volumes exportés en est la principale cause, avec évidemment le confinement imposé en avril. Pour contrer la chute des prix du brut, les russes ont accepté de réduire massivement leur production en mai et juin. Le gouvernement a annoncé trois plans de soutien budgétaire qui sont estimés à 2.8% du PIB par la Banque mondiale. Le déficit public devrait donc progresser à 5% du PIB et la dette publique à 20% du PIB. Toutefois, le pays devrait mieux résister à cette crise qu'aux précédentes grâce à l'accumulation de réserves en devises ces cinq dernières années au travers du « fonds de richesse nationale ». Par ailleurs, la banque centrale a abaissé ses taux de 175 points de base depuis janvier qui pourrait soutenir également l'activité et les ménages. Pour l'instant, et en dépit de la baisse du rouble face au dollar, l'inflation continue de ralentir à 3.2% en juin en ligne avec le repli de la demande intérieure. La banque centrale a donc encore de la marge pour continuer d'abaisser ses taux directeurs au-dessous de 4.5%.

Fig. 12 : Russie: fonds souverains et réserves de change
Source: BNP



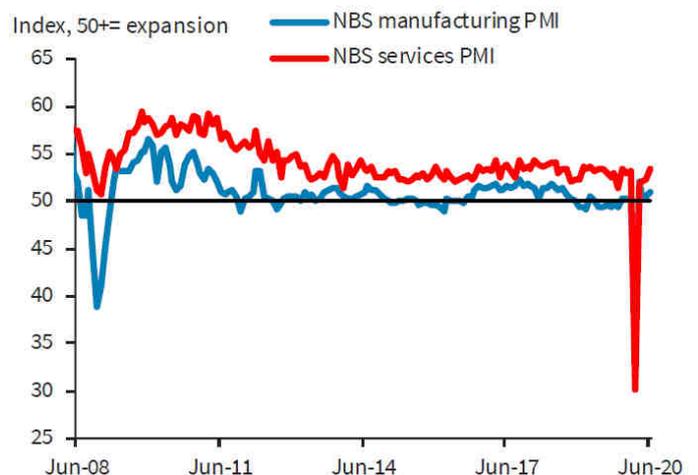
En **Asie émergente**, les données publiées en juin signalent un net rebond de l'activité, du moins dans certains pays. Ainsi, la reprise est rapide au Vietnam, en Malaisie et aux Philippines. En revanche, dans les autres pays, et en particulier en Inde et en Indonésie, la reprise est lente, voire encore inexistante. Ces différences sont dues à la durée des confinements respectifs et à la dépendance à des secteurs particuliers, comme par exemple, le tourisme en Thaïlande. En Inde, on observe la pire performance du commerce de détail, en raison d'un long confinement. Sur l'ensemble de la zone (avec la Chine), la croissance devrait être nulle cette année avant de rebondir de 6.5% en 2021.

Fig. 13 : Chine: PIB
Source: Barclays



En **Chine**, l'activité s'est progressivement redressée à partir de mars. Mais le choc du confinement a fragilisé plusieurs secteurs d'activité, en particulier les industries exportatrices, les PME et les ménages. Au 2e trimestre, le PIB a rebondi de 3.2% sur un an, après un recul de 6.8% au 1er trimestre. C'est 1 point de mieux que ce qui était attendu par le consensus. Dans le détail, les chiffres montrent que l'essentiel de la croissance vient de l'investissement et de la production industrielle. En effet, les ventes au détail ont encore reculé de 1.8% (an/an). La consommation des ménages ne redémarre donc pas, contrairement à ce qui était attendu. Toutefois, au second semestre, la reprise devrait se poursuivre, soutenue par les mesures fiscales et monétaires. Au total, la croissance cette année devrait atteindre 2.3% et accélérer en 2021 à près de 7%.

Fig. 14 : Chine: PMI officiels manufacturiers et services
Source: Barclays

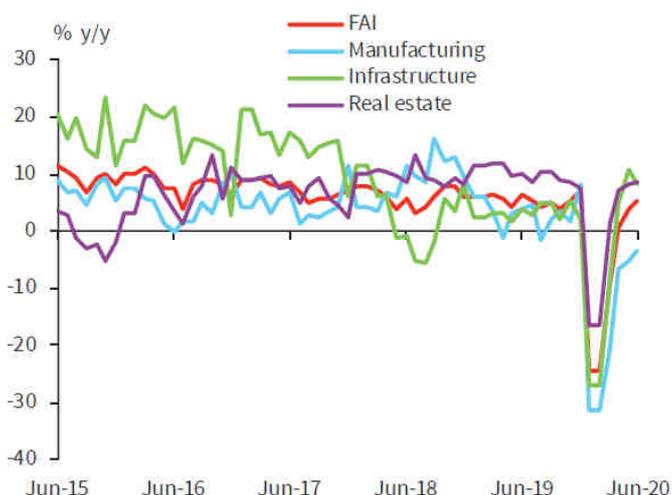


Dans le détail, les exportations ont bien résisté, et en particulier les exportations de textile, qui rebondissent de plus de 50% (an/an) ainsi que celles de téléphones mobiles. Ce sont avant tout les marchés d'Asie du sud-est et d'Europe qui reviennent à la « normale ». Les importations progressent encore plus vite que les exportations, notamment les matières premières. En effet, les chinois profitent des prix bas sur le marché du pétrole pour reconstituer leurs stocks. Par ailleurs, compte tenu des investissements en infrastructures, soutenus par le gouvernement, la demande en acier et en cuivre reste très soutenue. Comme indiqué ci-dessus, les investissements ont nettement accéléré au cours des derniers mois et tout particulièrement ceux en infrastructures et en immobilier résidentiel. Cette évolution est évidemment due aux baisses de taux d'intérêt et aux liquidités injectées dans l'économie par les autorités. En revanche, les investissements productifs (des entreprises) restent en retrait, en ligne avec la remontée progressive de la production manufacturière. Les ménages restent encore très impactés par la crise du Covid. La hausse du chômage dans plusieurs secteurs d'activité a évidemment touché le revenu disponible de sorte que les ventes au détail continuent encore de reculer en juin, notamment en raison du confinement d'une partie de Pékin.

Le plan de relance monétaire a été et est très ambitieux avec des financements qui augmentent d'environ 3.5% du PIB depuis le début de l'année, soit déjà une hausse cumulée de 18% du PIB. Sur le plan budgétaire, en additionnant le déficit officiel, les fonds financés par les obligations et les autres « comptes publics », le déficit budgétaire pourrait ressortir à 16% du PIB cette année. Au total, le redémarrage progressif de l'activité est visible, mais les risques liés à l'endettement se sont accrus.

Fig.15 : Chine: investissements

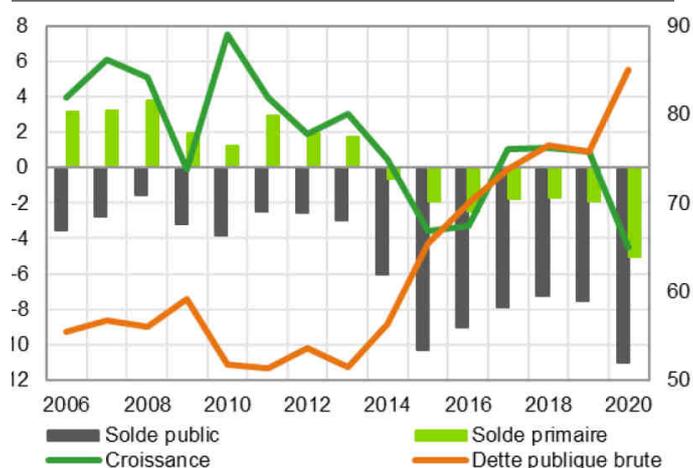
Source: Barclays



L'Amérique latine reste la région émergente la plus touchée par la pandémie et par ses conséquences économiques. En effet, ces économies sont très dépendantes des exportations de matières premières dont les prix et les volumes ont chuté ces derniers mois. Au cours du 2e trimestre, le PIB aurait chuté de plus de 38%. Pour l'instant un rebond de l'activité au troisième trimestre semble prématuré, compte tenu de l'ampleur de la crise sanitaire. Les prévisions pour l'ensemble de l'année sont encore incertaines, mais le PIB pourrait plonger de près de 10%, ce qui devrait constituer un véritable choc pour ces économies émergentes.

Fig.16 : Brésil: indicateurs clés

Source: BNP Paribas



Au **Brésil**, la gestion catastrophique de la pandémie par le gouvernement Bolsonaro devrait précipiter le pays dans une récession d'une ampleur historique. Tous les indicateurs sont pour l'instant mal orientés et on ne voit pas de stabilisation intervenir avant le dernier trimestre. Le PIB pourrait donc reculer de 6% cette année avant de rebondir mollement de 3.5% en 2021. En effet, sous l'effet de la chute des prix des matières premières et de la contraction du commerce mondial, les revenus des exportations ont plongé. Par ailleurs, le semi confinement paralyse également la demande intérieure. Avec le recul de la production et de la consommation des ménages, les recettes fiscales plongent (-37% pour le seul mois de mai). Parallèlement, les dépenses de l'état fédéral ont augmenté de plus de 60%. En conséquence, le déficit public s'accroît et semble hors de contrôle et pourrait atteindre 16% du PIB cette année. Parallèlement, la dette publique atteindrait 95% du PIB, contre 75.8% en 2019. La soutenabilité de cette dette sera donc un enjeu majeur au cours des prochaines années. Dans l'immédiat, la banque centrale devra maintenir ses taux durablement bas pour soutenir une économie exsangue.

	2018	2019	2020P	2021P
PIB (réel)				
Etats-Unis	2.9	2.3	-5.1	3.5
Japon	0.8	1.0	-5.3	2.0
Zone euro	1.8	1.1	-7.5	6.5
Royaume-Uni	1.4	1.1	-8	1
Suisse	2.6	1.2	-6.2	4.9
Inflation (CPI)				
Etats-Unis	2.4	1.8	0.9	1.8
Japon	0.9	0.6	-0.3	-1.0
Zone euro	1.8	1.1	0.4	1.0
Royaume-Uni	2.5	1.8	0.6	2.3
Suisse	0.9	0.5	-0.9	-0.5
Déficit public en % du PIB				
Etats-Unis	-4.3	-4.5	-4.6	-4.6
Japon	-4.1	-2.5	-3.2	-3
Zone euro	-0.5	-0.9	-0.8	-0.7
Royaume-Uni	-1.2	-1.9	-2.4	-2.5
Suisse	1.5	1.8	1.7	1.7
Balance courante en % du PIB				
Etats-Unis	-2.4	-2.6	-2.2	-2.3
Japon	3.5	2.9	3.1	3.2
Zone euro	3.3	2.8	2.8	3
Royaume-Uni	-3.9	-5.2	-4.0	-5.0
Suisse	10.2	12.2	7.5	8.9
Taux d'intérêt à long terme (10 ans)				
Etats-Unis	3.0	1.8	0.8	1.1
Japon	0.0	0.1	-0.1	-0.1
Zone euro (Allemagne)	0.4	-0.5	-0.5	-0.3
Royaume-Uni	1.5	1.5	1.6	1.6
Suisse	0.0	-0.5	-0.5	-0.5
Taux de change				
1 euro = ...CHF	1.15	1.10	1.06	1.05
1 euro = ... US\$	1.15	1.12	1.13	1.17
1 dollar = ...CHF	1.00	0.98	0.94	0.90
100 yen = ...CHF	1.10	1.09	1.15	1.23
1 GB£ = ... CHF	1.32	1.23	1.17	1.17
Marchés actions, CHF, % 31 décembre 2019 / 1er janv 2019				
World MSCI	2.5	22.3%	-8.5%	
Emerging MSCI	-9.2	13.8%	-12.5%	
S&P 500	8.6	25.6%	-6.0%	
Nikkei	0.2	17.8%	-6.9%	
EuroStock 50	-5	21.0%	-15.3%	
FTSE 100	-5.6	15.2%	-25.2%	
SMI	-11.5	26.0%	-5.4%	