

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 13 JUIN 2022

# LE BLUES DU RESSERREMENT

### SYNTHÈSE

- **Persistance des craintes inflationnistes**
- **La Chine n'est pas tirée d'affaire**
- **La BCE face au risque de fragmentation**

### Un pic? Quel pic?

César Pérez Ruiz

Responsable des investissements

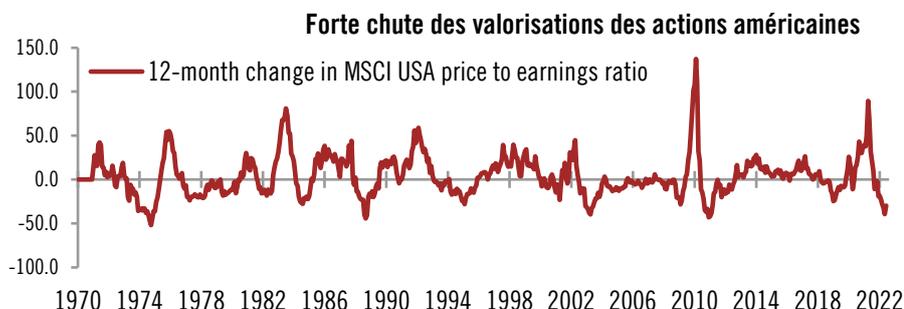
Selon les chiffres publiés vendredi dernier, l'inflation reste obstinément élevée aux Etats-Unis. Alors que de nombreux acteurs espéraient voir l'indice des prix à la consommation (IPC) avoir marqué un pic, les prix ont progressé plus qu'anticipé en mai pour atteindre leur niveau le plus élevé depuis décembre 1981 (8,6%) en glissement annuel. Une hausse de 50 pb du taux directeur de la Fed lors de la réunion de son Comité de politique monétaire cette semaine et une hausse du même ordre en juillet semblent dès lors acquises. Mais le marché n'écarte pas la possibilité d'un durcissement plus rapide (certains tablent sur une hausse de 75 pb cette semaine, tandis que les marchés à terme ont revu à la hausse le niveau du taux des Fed Funds attendu en fin d'année). Nous nous interrogeons sur le bien-fondé de cette hypothèse. Le resserrement des conditions financières ayant déjà un impact sur le marché hypothécaire et la confiance des consommateurs étant en chute libre, la Fed est certainement consciente du risque de faire basculer les Etats-Unis dans la récession. Cela étant, que la Fed avance à petits pas ou qu'elle accélère son resserrement sous la pression des instances politiques réclamant une lutte énergique contre l'inflation, **la situation est globalement délicate pour les différents actifs, ce qui justifie une approche prudente et défensive de la gestion de portefeuille.**

Nous surveillerons une série d'indicateurs en provenance de Chine cette semaine: les chiffres de mai sur la production industrielle, les ventes de détail et les investissements fixes donneront un aperçu de la manière dont la Chine sort des récentes mesures très strictes de confinement. La semaine dernière a été marquée par une actualité favorable, avec des chiffres des exportations plus élevés que prévu. Ce contexte annonce des opportunités liées à la réouverture, **mais la Chine n'est pas encore tirée d'affaire.** D'une part, des éclaircies sur le front du commerce international (la secrétaire américaine au Trésor, Janet Yellen, a jugé qu'il était temps de «reconfigurer» les droits de douane de l'ère Trump) pourraient continuer à renforcer l'attrait des actifs chinois. D'autre part, les tensions avec les Etats-Unis au sujet de Taïwan s'aggravent, alors que le secteur immobilier reste embourbé dans les difficultés. A ce stade, il semble que la reprise des dépenses des ménages pourrait être laborieuse, notamment en raison de la faiblesse de l'effort de relance en Chine, reflet d'une forte détérioration des recettes fiscales du gouvernement. Notre prévision de croissance du PIB chinois, qui s'établit à 4% pour cette année, est bien inférieure à l'objectif officiel de 5,5%.

L'annonce par la Banque centrale européenne (BCE) de hausses de taux à partir du mois prochain n'a guère soutenu l'euro, qui a plongé par rapport au dollar la semaine dernière. Cette défiance tient notamment au fait que la BCE n'a pas précisé comment elle entendait faire face aux risques posés par la hausse des rendements obligataires dans les pays périphériques, en particulier l'Italie. Si la banque centrale ne semble pas s'émouvoir de l'élargissement des *spreads* entre les Bunds et la dette italienne à court terme – relativement limité pour l'instant –, il conviendra de surveiller l'évolution de la dette à deux ans. La BCE devrait finir par proposer un dispositif permettant de limiter la «fragmentation» financière, mais les obligations italiennes resteront menacées dans l'intervalle. **Nous sous-pondérons toujours les obligations périphériques de la zone euro.**

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: CHUTE DES VALORISATIONS

Les valorisations des actions, telles que reflétées par le ratio cours/bénéfices, ont sensiblement diminué depuis janvier. Ceci est principalement lié à la persistance de l'inflation, qui a entraîné une hausse significative des rendements des obligations souveraines. Alors que les bénéfices tendent à résister, les valorisations de l'indice MSCI USA ont ainsi chuté cette année de près de 30% par rapport à la même période de 2021, soit l'une des plus fortes compressions depuis 1970.



Source: Pictet WM - CIO Office, Refinitiv, 31 mai 2022

## MACROÉCONOMIE: L'INFLATION SOUS LES PROJECTEURS

### Persistance d'une inflation élevée aux Etats-Unis

L'indice des prix à la consommation (IPC) aux Etats-Unis a augmenté de 1,0% en mai par rapport au mois précédent, et de 8,6% par rapport à mai 2021. Ces chiffres sont plus élevés que prévu et montrent que les prix à la consommation américains ont progressé au rythme annuel le plus rapide depuis 1981. En Chine, la hausse des prix reste nettement plus modérée et s'établit à 2,1% en glissement annuel (-0,2% en glissement mensuel).

### Baisse des anticipations de croissance mondiale

L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a réduit ses anticipations de croissance mondiale pour cette année à 3,0%, une révision substantielle par rapport à l'estimation précédente de 4,5%. Selon l'OCDE, la croissance du PIB mondial diminuera encore en 2023 pour atteindre 2,8%. De son côté, la Banque mondiale a fortement abaissé ses anticipations pour cette année, de 4,1% à 2,9%.

### Eclaircie sur le front du commerce

Les données du commerce chinois pour le mois de mai ont dépassé les attentes. Reflétant une résorption des goulets d'étranglement, les exportations ont augmenté de 16,9% par rapport à l'année précédente, contre 4% pour les importations. Sur le mois de mai, l'excédent commercial de la Chine (USD 78,8 mia) a progressé de 82% par rapport à mai 2021. De son côté, le département américain du Commerce a indiqué une hausse de 3,5% des exportations en avril en glissement annuel, contre une baisse des importations de 3,4%. Cela s'est traduit par un recul de 19,1% du déficit commercial (USD 87,1 mia), qui a atteint un plancher de neuf ans et demi.

## MARCHÉS: PEU D'ENDROITS OÙ S'ABRITER

### Une autre semaine difficile pour les actions américaines

Les marchés boursiers américains étaient en difficulté avant même la publication des chiffres de l'IPC pour mai vendredi dernier. En l'occurrence, ces chiffres ont aggravé la chute de l'indice S&P 500, qui a plongé de -5,0% sur la semaine (en USD<sup>1</sup>). Une hausse des taux directeurs américains de 50 pb cette semaine et de nouveau en juillet semble une «affaire conclue». Mais après les chiffres de l'IPC, le marché a anticipé un resserrement encore plus agressif, réactivant la crainte que la Fed ne fasse basculer les Etats-Unis dans la récession. Nous n'en sommes pas encore là, mais nous sommes en train de réévaluer notre idée que la Fed marquera une pause après juillet afin d'étudier l'impact du resserrement des conditions financières. Tout compte fait, comme l'inflation grignote les poches des consommateurs (et leur moral) ainsi que les marges des entreprises, les marchés actions demeurent dans une situation délicate. Sur une note plus positive, la concentration du marché diminue en raison de la baisse des valorisations, particulièrement prononcée pour les poids lourds de la technologie américains. Les multiples cours/bénéfices à terme des valeurs technologiques semblent encore élevés, mais cette baisse de la concentration du marché devrait garantir une allocation plus efficace du capital et s'avérer bénéfique pour l'économie à long terme.

### La BCE sous pression

Les marchés obligataires européens ont mal accueilli, la semaine dernière, les annonces de la BCE concernant le resserrement de sa politique monétaire. Le rendement du Bund à 10 ans a bondi de 20 pb sur la semaine, pour atteindre 1,46%. L'échéance à deux ans a même progressé de 31 pb, le manque de précisions concernant la réduction du bilan de la BCE, combiné avec les hausses prochaines du taux de dépôt, faisant craindre une inversion de la courbe des taux. En durcissant sa politique monétaire malgré une croissance qui s'estompe, la BCE est confrontée à d'autres difficultés. Le *spread* entre les obligations italiennes à 10 ans et les Bunds a dépassé 200 pb la semaine dernière. Les tensions sont moins nettes sur la dette italienne à plus court terme (deux ans), ce qui suggère un élargissement des *spreads* relativement «ordonné». Mais les marchés vont probablement tester la capacité de la BCE à mettre au point un dispositif permettant d'éviter une nouvelle fragmentation des coûts d'emprunt dans la zone euro. En anticipation d'une volatilité accrue, nous sous-pondérons la dette périphérique en euros. Aux Etats-Unis, le taux des bons du Trésor à 10 ans a largement dépassé la barre des 3% la semaine dernière. En raison d'une hausse plus rapide des taux courts, certaines parties de la courbe des taux américaine se sont même inversées, et la pente 2 ans/10 ans est désormais presque plate. Le segment du haut rendement américain a souffert la semaine dernière. La volatilité devrait rester élevée, car l'inflation persiste tandis que la croissance ralentit, ce qui nous incite à sous-pondérer la dette à haut rendement à la fois en dollars et en euros.

### Les craintes de stagflation dopent le dollar

L'indice dollar s'est renforcé après la publication de l'IPC pour mai, qui ouvre la voie à un nouveau resserrement agressif de la Fed dès cette semaine. Globalement, le recul des perspectives de croissance mondiale et la persistance d'une inflation élevée favorisent le billet vert. L'euro a chuté par rapport à la devise américaine malgré l'annonce d'un relèvement des taux directeurs de la BCE dès le mois prochain, les marchés semblant préoccupés par l'absence de plans concrets pour faire face au risque de hausse des *spreads* périphériques. Néanmoins, la BCE devrait finir par proposer un filet de sécurité crédible pour limiter la hausse des taux souverains italiens, apportant ainsi un certain soutien à la monnaie unique (sur laquelle nous restons neutres). Mais les mouvements autour de l'euro/USD la semaine dernière ont été éclipsés par ceux autour du yen, qui a atteint son plus bas niveau en 24 ans par rapport au dollar en raison d'un écart de taux très défavorable. A moins que les taux d'intérêt mondiaux ne cessent d'augmenter ou que la Banque du Japon ne s'aligne sur le positionnement des autres banques centrales, une reprise durable du yen – certes sous-évalué – semble dès lors difficile.

### RECENT PUBLICATIONS

HOUSE VIEW, JUNE 2022

CÉSAR PÉREZ RUIZ SHARES HIS “3 ON THE 3RD” FOR JUNE (03 JUNE 2022)

AGGRESSIVE PRICING HURTS CONVERTIBLE BOND MARKET (FLASH NOTE 8 JUNE 2022)

MORE PRESSURE ON THE RENMINBI, LESS ON BONDS (FLASH NOTE 30 MAY 2022)

REVISING DOWN OUR FORECAST FOR CHINESE GROWTH (FLASH NOTE 24 MAY 2022)

US - A HIKE AROUND MOUNT RECESSION (FLASH NOTE 16 MAY 2022)

EURO PERIPHERY BOND UPDATE (FLASH NOTE 13 MAY 2022)

CLOSE TO A PEAK? (FLASH NOTE 06 MAY 2022)

FED LOOKS VAGUELY INTO THE FUTURE (FLASH NOTE 05 MAY 2022)

FED READY TO UP THE PACE ON RATE HIKES (FLASH NOTE 03 MAY 2022)

---

<sup>1</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, S&P 500 Composite (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 21,8%; 2018, -4,38%; 2019, 31,5%; 2020, 18,4%; 2021, 28,7%.

### **Mentions légales (disponible uniquement en anglais)**

STOXX Limited ("STOXX") is the source of Stoxx 600 and of Euro Stoxx and the data comprised therein. STOXX has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the Stoxx indices mentioned on this document or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to STOXX is prohibited."

ICE-BofA Merrill Lynch. The index data referenced herein is the property of ICE Data Indices, LLC, its affiliates ("ICE Data") and/or its Third Party Suppliers and has been licensed for use by Pictet. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

NYSE Euronext. All rights in the NYSE Euronext indices and/or the NYSE Euronext index trademarks vest in NYSE Euronext and/or its licensors. Neither NYSE Euronext nor its licensors accept any liability for any errors or omissions in the NYSE Euronext indices or underlying data. No further distribution of NYSE Euronext data and/ or usage of NYSE Euronext index trademarks for the purpose of creating and/or operating a financial product is permitted without NYSE Euronext's express written consent."

Bloomberg Index Services Limited.

SIX Swiss Exchange AG ("SIX Swiss Exchange") is the source of SMI\_SPI and the data comprised therein. SIX Swiss Exchange has not been involved in any way in the creation of any reported information and does not give any warranty and excludes any liability whatsoever (whether in negligence or otherwise) – including without limitation for the accuracy, adequateness, correctness, completeness, timeliness, and fitness for any purpose – with respect to any reported information or in relation to any errors, omissions or interruptions in the SMI\_SPI or its data. Any dissemination or further distribution of any such information pertaining to SIX Swiss Exchange is prohibited.

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation (to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties ") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. ([WWW.MSCI.COM](http://WWW.MSCI.COM)).

© 2018, Markit Economics Limited. All rights reserved and all Intellectual property rights retained by "Markit Economics Limited." or as may be notified by Markit to Pictet from time to time.

The TOPIX Index Value and the TOPIX Marks are subject to the proprietary rights owned by Tokyo Stock Exchange, Inc. and Tokyo Stock Exchange, Inc. owns all rights and know-how relating to the TOPIX such as calculation, publication and use of the TOPIX Index Value and relating to the TOPIX Marks. No Product is in any way sponsored, endorsed or promoted by Tokyo Stock Exchange, Inc.

### **Mentions légales**

Ce document marketing n'est pas destiné à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat ou qui auraient leur domicile dans un Etat ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois et règlements en vigueur.

**Distributeurs:** Banque Pictet & Cie SA, route des Acacias 60, 1211 Genève 73, Suisse, Pictet & Cie (Europe) S.A., 15A, avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg/B.P. 687 L-2016 Luxembourg, et Pictet & Cie (Europe) S.A., London Branch, Stratton House, 6th Floor, 5 Stratton Street, Londres W1J 8LA.

Banque Pictet & Cie SA est un établissement bancaire de droit suisse disposant d'une licence bancaire et soumis à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Pictet & Cie (Europe) S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois inscrite au Registre de Commerce et des Sociétés (RCS) du Luxembourg (sous le numéro B32060), et ayant son siège social au 15A, avenue J. F. Kennedy, L-2016 Luxembourg. Sa succursale londonienne est inscrite en tant qu'établissement britannique auprès de la Companies House (sous le numéro BR016925) et a son siège social à Stratton House, 6th Floor, 5 Stratton Street, Londres W1J 8LA.

Pictet & Cie (Europe) S.A., London Branch, est une société agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier et soumise à la surveillance de cette dernière, considérée comme agréée par la Prudential Regulation Authority, et soumise à la surveillance de la Financial Conduct Authority ainsi qu'à la surveillance partielle de la Prudential Regulation Authority. Des précisions sur le régime d'autorisation temporaire, permettant à des entreprises établies dans un pays membre de l'Espace économique européen d'exercer des activités au Royaume-Uni pendant une période limitée, en attendant l'obtention d'une autorisation permanente, sont consultables sur le site Internet de la Financial Conduct Authority.

Les informations, données et analyses qu'il contient sont fournies à titre indicatif uniquement. Elles ne sauraient être considérées comme des recommandations, que ce soit des recommandations de nature générale ou adaptées à la situation individuelle d'une personne quelle qu'elle soit. Sauf indication contraire, tous les cours et prix figurant dans le présent document sont fournis à titre purement indicatif. Aucune entité du groupe Pictet ne peut être tenue pour responsable de ces données, qui ne constituent en aucune façon une offre commerciale ou une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire des titres ou tout autre instrument financier. Les informations fournies dans le présent document ne sont le résultat ni d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers ni d'une recherche en investissements au sens des dispositions applicables de la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers (dite directive MiFID). Bien que les informations et les opinions figurant dans ce document proviennent de sources jugées fiables et soient obtenues de bonne foi, le groupe Pictet ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie, implicite ou explicite, quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité.

Nonobstant les obligations éventuelles d'une entité du groupe Pictet à son égard, le destinataire du présent document devrait examiner l'adéquation de la transaction envisagée avec ses objectifs individuels et évaluer de manière indépendante, avec l'aide d'un conseiller professionnel, les risques financiers encourus ainsi que les possibles conséquences sur les plans juridique, réglementaire, fiscal et comptable, et en termes de solvabilité.

Les informations, opinions et estimations contenues dans ce document reflètent une appréciation émise à la date de publication initiale, et sont susceptibles d'être modifiées sans notification préalable. Le groupe Pictet n'a en aucun cas l'obligation d'actualiser ou de tenir à jour les informations figurant dans le présent document. Lorsque celui-ci mentionne la valeur et le rendement d'un ou de plusieurs titres ou instruments financiers, ces données reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles, et sont susceptibles de fluctuer. La valeur de marché des instruments financiers peut varier en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, des fluctuations des taux de change, de la durée résiduelle, des conditions de marché, de la volatilité ainsi que de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. L'illiquidité d'un marché peut rendre certains investissements difficilement réalisables. De même, les fluctuations des taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des investissements mentionnés dans le présent document. Pour tout investissement sur un marché émergent, il convient de noter que les pays émergents présentent une situation politique et économique nettement moins stable que celle des pays développés, et sont ainsi exposés à un risque plus élevé de connaître des bouleversements politiques ou des revers économiques.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. De plus, le destinataire du présent document est entièrement responsable des investissements qu'il effectue. Aucune garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la performance future. Par ailleurs, des prévisions ne constituent pas une indication fiable de la performance future.

Le contenu du présent document ne doit être lu ou utilisé que par son destinataire. Le groupe Pictet n'assume aucune responsabilité quant à son utilisation, à sa transmission ou à son exploitation. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification ou publication dudit contenu ressort de la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire s'engage à respecter les lois et règlements en vigueur dans les Etats où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Publié par Banque Pictet & Cie SA, le présent document ainsi que son contenu peuvent être cités, à condition que la source soit indiquée. Tous droits réservés. Copyright 2022.

Distributeurs: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) S.