

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 26 JUIN 2023

# H4ML = HIGHER FOR MUCH LONGER

### SYNTHÈSE

- Les banques centrales intensifient la lutte contre l'inflation
- Les courbes de taux sont de plus en plus inversées
- L'instabilité en Russie souligne l'attrait de la volatilité comme classe d'actifs

### Un coup d'Etat? Quel coup d'Etat?

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des investissements

Les hausses de taux de la Banque nationale suisse (BNS), de la Banque d'Angleterre (BoE) et de la Banque de Norvège ont montré que les banques centrales n'étaient pas disposées à relâcher leur lutte contre l'inflation. Largement anticipée, la hausse des taux de 25 pb de la BNS a été suivie d'une déclaration agressive concernant les «effets de second tour». Comme la Banque centrale européenne (BCE) la semaine précédente, la banque centrale helvétique a revu à la hausse ses anticipations d'inflation pour 2024 et 2025, suggérant que les taux d'intérêt pourraient rester élevés un certain temps. Parallèlement, la hausse de 50 pb des taux de la BoE a dépassé les attentes, alors que l'inflation sous-jacente passait de 6,8% en avril à 7,1% en mai. **Cette agressivité a accentué l'inversion de la courbe des Gilts et la livre a effacé ses précédents gains, les marchés commençant à intégrer l'effet récessionniste du durcissement monétaire.** Dans un contexte d'emprunts plus importants qu'escompté, la dette nette du secteur public britannique a dépassé 100% du produit intérieur brut en mai pour la première fois depuis 1961. De son côté, la Banque de Norvège a relevé son taux directeur de 50 pb (le consensus visait 25 pb).

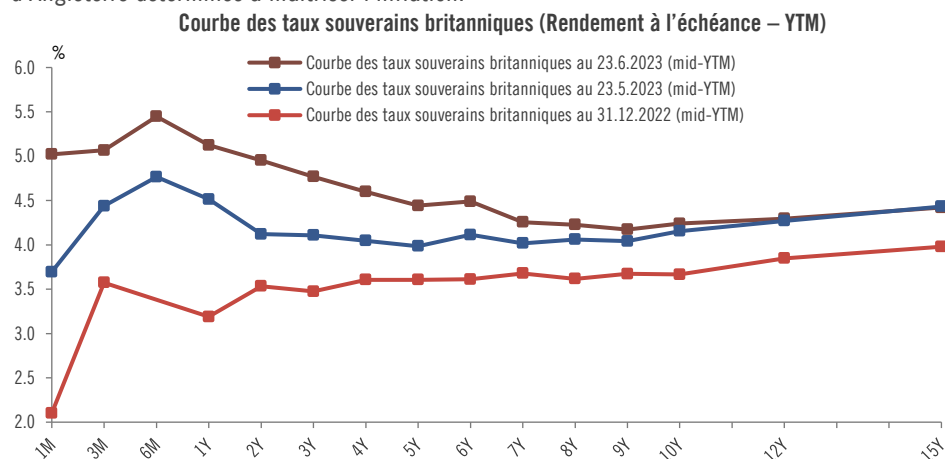
Aux Etats-Unis, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a jugé probable l'adoption de deux nouvelles hausses de taux en 2023 et confirmé que les exigences de fonds propres des banques pourraient être augmentées de 20%, avec une exception pour les prêteurs de moindre envergure. Ses commentaires agressifs, combinés à la faiblesse des indices des directeurs d'achat (PMI) américains, ont pesé sur les marchés boursiers. Les petites capitalisations, généralement plus endettées aux Etats-Unis, ont été particulièrement touchées. Dès lors, **nous sous-pondérons les petites capitalisations.** Les avertissements concernant les bénéfices des entreprises chimiques et logistiques soulignent également le ralentissement des secteurs cycliques et laissent présager d'une récession dans l'industrie manufacturière. **Les marchés commencent à estimer que les taux d'intérêt resteront élevés plus longtemps et les courbes de taux apparaissent de plus en plus inversées, ce qui crée un environnement délicat pour les actions.**

En zone euro, l'activité des services semble s'essouffler alors que la BCE ne relâche pas son étreinte, le PMI préliminaire des services ayant chuté de 2,7 points en juin à 52,4 tandis que le recul de l'activité manufacturière s'accroît. La France et l'Allemagne ont particulièrement pâti du resserrement des conditions de prêt par les banques. Les courbes de taux souverains ont vu leur inversion s'accroître (hausse du 2 ans et baisse du 10 ans) et les actions européennes ont encore cédé du terrain. **Dans ce contexte, les secteurs cycliques ont été les grands perdants, suggérant l'anticipation d'une contraction économique par le marché.**

Les troubles du week-end dernier en Russie, où une mutinerie menée par le chef de guerre Evgueni Prigojine a rapidement fait place à un accord avec Moscou mettant fin à l'insurrection, montrent que la situation est instable et qu'il est presque impossible d'anticiper de tels événements et leur issue. C'est pourquoi **la volatilité doit être utilisée comme une classe d'actifs à part entière, en particulier quand le prix des protections est faible.** Enfin, il convient de noter que l'Union européenne a approuvé la semaine dernière un onzième train de sanctions à l'encontre de la Russie.

**GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: H4L (HIGHER FOR LONGER)**

Durant l'adjudication de mardi dernier, les rendements des Gilts britanniques à cinq ans ont atteint un sommet depuis 2008, ce qui indique une évolution significative du sentiment de marché. Les Gilts à deux ans – dont le rendement dépasse désormais largement 5% – sont les plus impactés, les investisseurs anticipant de nouvelles hausses de taux de la part d'une Banque d'Angleterre déterminée à maîtriser l'inflation.



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg, au 23 juin 2023

**MACROÉCONOMIE: LUTTER CONTRE L'INFLATION DANS UN CONTEXTE DE RALENTISSEMENT**

**Une inflation persiste au Japon et au Royaume-Uni**

L'indice japonais des prix à la consommation (IPC) hors alimentation et énergie a augmenté à 3,2% en rythme annuel en mai – un chiffre en recul par rapport aux 3,4% d'avril, mais supérieur à la médiane des anticipations. Au Royaume-Uni, l'IPC a dépassé les attentes pour s'établir à 9,7% en mai, un niveau inchangé par rapport au mois d'avril. L'inflation sous-jacente, qui exclut les denrées alimentaires et l'inflation, a progressé à 7,1% en rythme annuel, contre 6,8% le mois précédent.

**Les PMI déçoivent en Europe et aux Etats-Unis**

L'indice composite préliminaire des directeurs d'achat (PMI) de S&P Global pour la zone euro a chuté de 2,5 points à 50,3 en juin (52,8 en mai), soit la plus forte baisse mensuelle depuis juin 2022, l'activité montrant des signes de faiblesse aussi bien dans les services que dans le secteur manufacturier. Dans le même temps, le PMI composite préliminaire de S&P Global pour les Etats-Unis est tombé à 53,0 (54,3 en mai), son plus bas niveau en trois mois.

**Les promoteurs immobiliers américains ont le sourire**

L'enquête de l'Association nationale des constructeurs de maisons individuelles sur la confiance des promoteurs américains est passée de 50 en mai à 55 en juin, une progression supérieure aux attentes. Par ailleurs, les mises en chantier (+21,7% en mai par rapport à avril) et les permis de construire (+5,2% en mai) confirment la bonne tenue du secteur.

**MARCHÉS: RALENTISSEMENT EN PERSPECTIVE**

**Les actions en proie au doute**

Les PMI de juin indiquent que les hausses de taux commencent à peser sur l'activité. Le durcissement monétaire (et les promesses de hausses de taux) ont entraîné un repli des actions sur les marchés développés la semaine dernière. Le S&P 500 a perdu 1,4%<sup>1</sup> (en dollars), tandis que le Stoxx Europe 600 chutait de 2,9%<sup>2</sup> (en euros). L'annonce de nouvelles mesures de relance économique n'a pas aidé les actions chinoises, l'indice MSCI China plongeant de 6,7%<sup>3</sup> (en dollars). L'indice Russell 2000 des petites et moyennes capitalisations a également souffert, un coup dur pour ceux qui espéraient que l'élargissement récent des gains boursiers au-delà d'une poignée d'actions liées à l'intelligence artificielle présagerait d'un «atterrissage en douceur» de l'économie américaine. Axé sur les valeurs cycliques et domestiques, cet indice constitue en effet un indicateur de la santé de l'économie américaine, dont la consommation. Nous continuons à sous-pondérer les petites capitalisations, menacées par le recul des dépenses de consommation dans les prochains mois. Et ce ralentissement pourrait avoir un impact sur les actions américaines, dont l'attrait est déjà mis à mal par le rendement élevé des bons du Trésor américain «sans risque», y compris d'échéance courte.

### Les rendements obligataires à court terme en hausse

En réponse à l'agressivité persistante des banques centrales, l'inversion de la courbe des taux s'est accentuée sur les principaux marchés: le rendement des bons du Trésor américain à deux ans a atteint 4,75%, contre 5,15% pour l'échéance à trois mois, tandis que le rendement du 10 ans chutait à 3,74%. Dans la mesure où l'inversion de la courbe des taux indique une récession aux Etats-Unis (une analyse que nous partageons), les investissements en bons du Trésor apparaissent indéniablement intéressants. Si l'inflation continue de refluer, leurs rendements réels deviendront de plus en plus attractifs pour un risque nul, même aux échéances courtes. Au Royaume-Uni, le rendement des Gilts à deux ans a atteint 5,13% – un pic depuis la crise financière de 2008 – après la publication des chiffres de l'inflation pour le mois de mai. Le rendement des Gilts à 10 ans a néanmoins reculé la semaine dernière, reflétant une baisse des anticipations d'inflation à moyen terme. Dans ce contexte, les obligations d'entreprise britanniques à court terme – qui offrent souvent des rendements supérieurs à 6% – sont très attractives. Les menaces qui pèsent sur les emprunts d'Etat semblent encore épargner les obligations d'entreprise, où les *spreads* sont beaucoup plus serrés qu'en début d'année, notamment dans le segment du haut rendement. Mais nous ne sommes pas convaincus que cette situation puisse durer. En revanche, l'écart de rendement entre les obligations *investment grade* et les actions est historiquement élevé, faisant paraître ces dernières plutôt chères. Nous surpondérons dès lors le segment *investment grade* européen et sommes neutres vis-à-vis de son équivalent américain.

### La livre fragilisée

Une hausse des taux directeurs de la BoE de 50 pb et un taux final désormais estimé à plus de 6% n'ont pas empêché la livre de chuter par rapport aux principales devises la semaine dernière. Le marché semble considérer que les efforts de la BoE pour restaurer sa crédibilité en matière de lutte contre l'inflation risquent d'être entravés par une économie fragile. Partageant ces inquiétudes, nous continuons à sous-pondérer la livre par rapport à l'euro. Les perspectives semblent meilleures pour la couronne norvégienne, sachant que la banque centrale a relevé ses taux de 50 pb la semaine dernière. Mais la performance de la couronne dépendra également des prix du gaz naturel et du pétrole. Dans le même temps, le relèvement plus modeste de 25 pb des taux de la BNS n'a pas empêché l'affaiblissement du franc suisse par rapport au dollar. Dans l'ensemble, les signaux émis par les banques centrales d'Europe et d'Amérique du Nord contrastent avec les positions accommodantes de la Banque du Japon et de la Banque populaire de Chine, ce qui pèse sur le yen et le yuan. Il convient néanmoins de rester prudent dans l'évaluation de leur potentiel de performance au-delà du très court terme.

## PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, JUNE 2023](#)

[THE END OF GLOBALISATION? \(20 JUNE 2023\)](#)

[DON'T WRITE OFF GOLD \(16 JUNE 2023\)](#)

[ASIA TO STAY ON TOP AS SUPPLY CHAINS DIVERSIFY \(15 JUNE 2023\)](#)

[A CHANGED LANDSCAPE \(9 JUNE 2023\)](#)

[THE ECB AT 25: TRIED, TESTED AND READY FOR WHATEVER COMES NEXT \(01 JUNE 2023\)](#)

[UK MACRO AND BONDS UPDATE \(01 JUNE 2023\)](#)

[CREDIT MARKETS UPDATE \(23 MAY 2023\)](#)

[CHINA Q1 GDP SURPRISES ON THE UPSIDE \(19 APRIL 2023\)](#)

[US MACRO OUTLOOK | BANKING ON A MILD RECESSION \(14 APRIL 2023\)](#)

[BONDS' ROLLER-COASTER RIDE MAY NOT BE OVER YET \(06 APRIL 2023\)](#)

---

<sup>1</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, S&P 500 Composite (rendement net sur 12 mois en dollar): 2018, -4,38%; 2019, 31,5%; 2020, 18,4%; 2021, 28,7%; 2022, -18,1%.

<sup>2</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, STOXX Europe 600 (rendement net sur 12 mois en euro): 2018, -10,2%; 2019, 27,6%; 2020, -1,5%; 2021, 25,5%; 2022, -10,1%.

<sup>3</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, MSCI China (rendement net sur 12 mois en dollar): 2018, -18,7%; 2019, 23,7%; 2020, 29,7%; 2021, -21,6%; 2022, -21,8%.

## DISCLAIMERS

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 disseminated 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 2023.