

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 14 FEVRIER 2022

PERCÉE DU PLAFOND

SYNTHÈSE

- L'envolée de l'inflation aux Etats-Unis augmente le risque d'une hausse des taux de 50 pb
- La politique monétaire chinoise continue de s'écarter de celle des Etats-Unis
- La France place le nucléaire au cœur de la transition vers un monde «zéro émissions nettes»

LA FIN DU DISCOURS «TINA»

César Pérez Ruiz
Responsable des investissements
et CIO

En janvier, l'indice des prix à la consommation (IPC) aux Etats-Unis a progressé à un rythme inédit depuis quatre décennies – 7,5% en glissement annuel. Au-delà du variant Omicron et des perturbations des chaînes d'approvisionnement, la «demande excédentaire» contribue dans une certaine mesure à ces pressions inflationnistes. Mais cette demande devrait progressivement s'éroder avec la fin des aides budgétaires liées à la pandémie. L'envolée de l'inflation augmente néanmoins le risque d'une hausse de 50 pb des taux directeurs de la Réserve fédérale en mars, dans un contexte de pressions généralisées sur les prix. Les marchés obligataires et boursiers américains ont dès lors subi une correction, le rendement du bon du Trésor à 10 ans ayant temporairement dépassé 2%, son niveau le plus élevé depuis 2019. De manière encore plus frappante, le taux des bons du Trésor à deux ans a bondi de 25 pb la semaine dernière, soit sa plus forte progression hebdomadaire depuis 2008. L'aplatissement de la courbe des taux (qui s'est même inversée selon certains indicateurs) suggère que les marchés restent préoccupés par l'éventualité d'une erreur de politique. Du même coup, l'univers des obligations à rendement négatif s'est réduit des deux tiers. **Nous conservons une position short sur la duration**, mais sommes en quête d'opportunités d'achat dans les échéances de trois à sept ans.

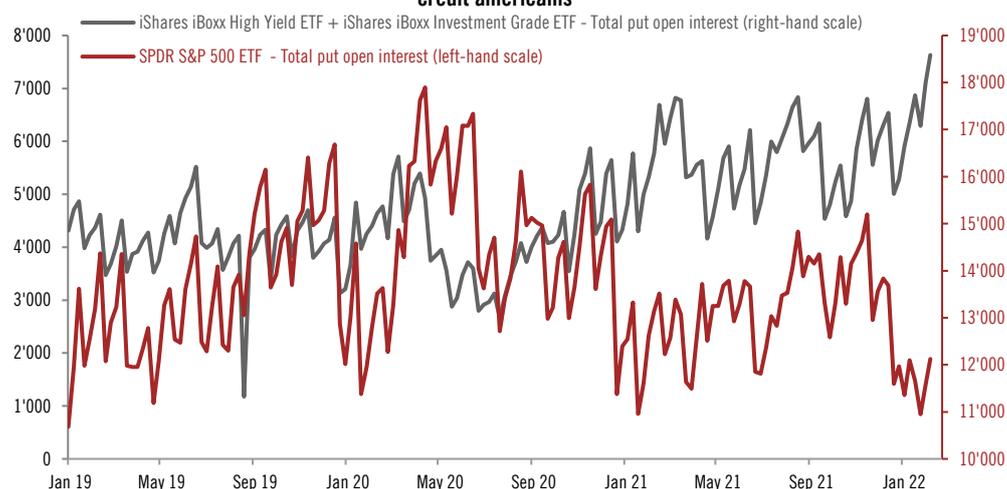
Sur le front des banques centrales, la présidente et le chef économiste de la Banque centrale européenne (BCE) ont mis en garde contre un relèvement «hâtif» des taux d'intérêt, soulignant les différences entre la zone euro et les Etats-Unis. Il existe pourtant des arguments fondamentaux en faveur d'une hausse des taux de la BCE au second semestre 2022. Ailleurs, le crédit montre des signes de reprise en Chine, grâce à la baisse des taux et au volume des émissions obligataires organisées par les gouvernements locaux. Ce facteur reste certes insuffisant pour favoriser un rebond économique, car la demande de crédit des ménages demeure négative. Mais il confirme que le cycle monétaire de la Chine est aux antipodes de celui des Etats-Unis, ce qui justifie **notre opinion positive sur les obligations souveraines chinoises**. D'autre part, la liste des entreprises chinoises interdites aux investisseurs américains par l'administration Biden s'est élargie pour englober la santé, y compris les acteurs privés du secteur. La semaine dernière, les autorités américaines ont annoncé la saisie de 3,6 milliards de dollars de bitcoins volés en 2016, soit la plus importante saisie financière jamais réalisée.

Le président français, Emmanuel Macron, a annoncé un projet visant à construire 14 nouveaux réacteurs nucléaires au cours des prochaines décennies, dans le cadre d'une stratégie visant à atteindre l'objectif «zéro émissions nettes». **Cette progression de l'énergie nucléaire était un thème central des perspectives que nous avons définies pour 2022**. La France cherchera également à décupler sa capacité en termes d'énergie solaire d'ici 2050, tout en construisant 50 parcs éoliens en mer. Dans le même temps, des nouvelles mitigées continuent d'arriver de Russie/d'Ukraine, les initiatives menées par la France et l'Allemagne permettant au mieux de gagner du temps, tandis que les Etats-Unis restent intransigeants. Enfin, les résultats trimestriels continuent de révéler d'importantes divergences entre les entreprises qui dépassent leurs anticipations et les autres. Cet environnement devrait favoriser les gérants actifs.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: CRAINTES DE RESSERREMENT AGRESSIF

Après la publication des chiffres de l'inflation de janvier la semaine dernière, les investisseurs redoutent que la Fed procède à un resserrement plus agressif qu'anticipé. Ils couvrent leurs positions sur le marché du crédit, comme l'illustre le volume croissant des options de vente négociées sur d'importants ETF américains *high yield* et *investment grade*. Mais les *spreads* du crédit seraient probablement beaucoup plus élevés si les investisseurs craignaient une erreur politique majeure susceptible de pénaliser durement la croissance.

Les investisseurs se couvrent contre le risque d'erreur politique sur les marchés du crédit américains



Source: Pictet WM - CIO Office, Bloomberg, 14 février 2022

MACROÉCONOMIE: LES ROUES DE L'INFLATION ET DU COMMERCE CONTINUENT DE TOURNER

L'inflation américaine poursuit sa hausse

L'IPC américain a augmenté de 7,5% en janvier en glissement annuel contre 7% en décembre, et de 0,6% par rapport au mois précédent. Plus élevé qu'attendu, ce chiffre a constitué un nouveau record sur les 40 dernières années pour l'inflation américaine. L'IPC de base (qui exclut l'alimentation et l'énergie) a de son côté progressé de 0,6% en rythme mensuel, tout comme au mois de décembre.

L'excédent commercial de l'Allemagne diminue

La production industrielle allemande a diminué de 0,3% en décembre par rapport au mois précédent, et de 4,1% sur un an. La production industrielle hors énergie et construction a cependant augmenté de 1,2% en rythme mensuel. Les exportations allemandes ont augmenté de 0,9% en décembre par rapport au mois précédent, contre une hausse de 4,7% pour les importations. A cet égard, on observe que les importations ont augmenté plus rapidement que les exportations sur l'ensemble de l'année 2021 (17,1% contre 14,0%). Si l'excédent commercial de l'Allemagne a atteint 17,3 milliards d'euros en 2021, il a ainsi diminué pour la cinquième année consécutive.

Economie britannique: retour à la vie

Selon les estimations préliminaires, le PIB du Royaume-Uni a progressé de 7,5% en 2021 – le rythme le plus rapide depuis 1940 et un rebond appréciable après la contraction de 9,4% enregistrée en 2020. Le PIB britannique a progressé de 1% au quatrième trimestre (comme au troisième trimestre), mais s'est contracté en décembre sous l'effet du variant Omicron.

MARCHÉS: LES TAUX D'INTÉRÊT ASSOMBRISSENT L'HORIZON

L'incertitude domine les marchés actions

L'IPC de janvier et les bruits de bottes en Ukraine ont douché la reprise timide du S&P 500 la semaine dernière, l'indice perdant 1,8%¹ (en USD) à mesure que les marchés intégraient l'idée d'un relèvement des taux de 50 pb en mars de la part de la Fed et d'autres hausses rapidement après. Les chiffres de l'inflation ont eu tendance à masquer une actualité plus positive sur le front des résultats, la progression annuelle des bénéfices atteignant près de 30% pour le S&P 500 au quatrième trimestre 2021 (grâce à l'énergie), tandis que les marges des entreprises tenaient bon. Les secteurs «value» et les banques, caractérisés par de faibles ratios cours/bénéfices l'année dernière, ont mieux tiré leur épingle du jeu que les secteurs «growth». La question est désormais de savoir ce que l'avenir nous réserve. Les valorisations ont chuté, notamment pour les valeurs de croissance les plus chères, le ratio cours/bénéfices à 12 mois du S&P 500 étant passé sous la barre des 20x la semaine dernière. Si les valorisations deviennent attrayantes pour certaines entreprises auparavant chères, les perspectives pour les bénéfices sont mieux à même de déterminer l'orientation générale des indices boursiers. Il est difficile de prédire la réaction des investisseurs face à une baisse prévue de la hausse des bénéfices d'environ 53% en 2021 à 8,4% en 2022, dans un contexte d'incertitudes entourant les marges et la hausse des taux d'intérêt.

Les bons du Trésor américain sous pression

Les bons du Trésor américain ont à nouveau essuyé une correction la semaine dernière, les chiffres de l'inflation de janvier entraînant un aplatissement notable de la courbe des taux. En fin de semaine, l'échéance à 10 ans était supérieure d'à peine 40 pb à l'échéance à 2 ans. Bien que nous soyons globalement neutres face aux bons du Trésor américain, cet aplatissement renforce notre préférence pour les titres situés dans le milieu de la courbe (3-7ans). Les obligations américaines *investment grade* (que nous sous-pondérons) ont récemment sous-performé en raison de leur duration longue et d'écart de taux trop justes. Etant donné que les marchés anticipent un taux à terme proche des anticipations de la Fed (le marché table sur un taux des Fed funds d'environ 2,4% fin 2024), les hausses des taux des obligations gouvernementales pourraient être limitées. A l'opposé des marchés américains, les taux des Bunds à court terme ont reculé la semaine dernière, les investisseurs revoyant à la baisse leurs anticipations de hausse des taux de la part de la BCE. Mais les *spreads* de la dette italienne par rapport aux Bunds se sont à nouveau élargis. Si un scénario inquiétant (une période prolongée de *spreads* supérieurs à 250 pb sur le 10 ans) n'est pas d'actualité, cet indicateur est à surveiller, alors que la BCE réduit ses achats mensuels d'actifs et que des élections générales sont prévues en Italie l'année prochaine.

La vigueur du dollar rencontre une résistance croissante

Couplé aux anticipations croissantes d'une hausse de 50 pb des taux de la Fed en mars, le récent pic d'inflation a soutenu le dollar la semaine dernière, et le regain de tensions autour de l'Ukraine a donné un coup de pouce supplémentaire au billet vert par rapport à l'euro. Mais la progression de l'indice dollar ne dépasse guère 0,1% depuis le début de l'année. Ce constat suggère qu'une Fed agressive ne suffira pas à renforcer le dollar si les autres grandes banques centrales suivent le mouvement. Parallèlement, alors qu'une inflation élevée, l'aversion croissante pour le risque et les signes d'achats importants de la part des banques centrales ont fait grimper le prix de l'or la semaine passée, la hausse des taux réels américains devrait peser sur le métal jaune à moyen terme. De même, les taux réels américains pourraient encore pénaliser le yen, la Banque du Japon ayant annoncé qu'elle continuerait à acheter des quantités illimitées d'obligations d'Etat à 10 ans à des taux ultra-bas, se démarquant ainsi de la fermeté nouvellement affichée par ses homologues. Nous sous-pondérons toujours le yen par rapport au dollar.

PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, FEBRUARY 2022](#)

[PERSPECTIVES – OUTLOOK 2022](#)

[PICTET'S PHILANTHROPIC OUTLOOK FOR 2022 \(10 FEBRUARY 2022\)](#)

[GEOPOLITICAL TENSIONS CAST CRUEL LIGHT ON RUSSIAN ASSETS \(FLASH NOTE 28 JANUARY 2022\)](#)

[THE END OF NEGATIVE EURO BOND YIELDS \(AT LEAST FOR NOW\) \(FLASH NOTE 08 FEBRUARY 2022\)](#)

[A MORE HAWKISH ECB IMPROVES THE EURO'S PROSPECTS \(FLASH NOTE 08 FEBRUARY 2022\)](#)

[CÉSAR PÉREZ RUIZ SHARES HIS "3 ON THE 3RD" FOR FEBRUARY \(03 FEBRUARY 2022\)](#)

[ECB HEADS TOWARD SLOW POLICY NORMALISATION \(FLASH NOTE 01 FEBRUARY 2022\)](#)

[GEOPOLITICAL TENSIONS CAST CRUEL LIGHT ON RUSSIAN ASSETS \(FLASH NOTE 28 JANUARY 2022\)](#)

[A MORE HAWKISH FED WILL PUSH REAL US YIELDS FURTHER UP \(FLASH NOTE 27 JANUARY 2022\)](#)

[PREPARING MINDS FOR A MARCH RATE HIKE \(FLASH NOTE 24 JANUARY 2022\)](#)

[THE CHINESE ECONOMY HAS YET TO STABILISE \(FLASH NOTE 21 JANUARY 2022\)](#)

[ITALIAN POLITICS \(AND BONDS\) AT THE CROSSROADS \(FLASH NOTE 17 JANUARY 2022\)](#)

¹ 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%.

DISCLAIMERS (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 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, fast profits) or any other damages. (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.