

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 20 JUIN 2022

AMBIANCE MAUSSADE

SYNTHÈSE

- La volatilité persistante génère des opportunités
- La détermination de la Banque du Japon bientôt testée
- Politique: «Qui paiera la facture?»

Le dernier survivant

César Pérez Ruiz
Responsable des
investissements

La lutte contre l'inflation, quelles qu'en soient les conséquences immédiates pour la croissance, est incontestablement la priorité des banques centrales, aux Etats-Unis comme en Europe. La Réserve fédérale américaine (Fed) a ainsi relevé ses taux de 75 pb mercredi, tandis qu'une autre hausse significative est déjà prévue pour le mois de juillet. La Fed a en outre commencé à réduire son bilan, qui atteint 9000 milliards de dollars. Confrontée à une hausse des prix à la consommation qui devrait atteindre 11% par an, la Banque d'Angleterre a également procédé à une hausse des taux la semaine dernière – malgré la révision à la baisse de ses anticipations de croissance. Mais la principale surprise est venue de la Banque nationale suisse (BNS), qui a relevé son taux directeur de 50 pb et s'est déclarée prête à intervenir pour favoriser un franc fort. Un changement de cap surprenant, alors que la banque centrale visait jusqu'ici à empêcher le franc de s'envoler par rapport à l'euro! De fait, la BNS considère désormais qu'un franc fort permet de lutter contre l'inflation importée. La Banque centrale européenne (BCE) aimerait voir l'euro se redresser pour la même raison – la BCE espère que sa première hausse des taux, prévue le mois prochain, déclenchera un début de rebond. Alors **que nous sommes de plus en plus confiants face au franc suisse et désormais plus positifs concernant l'euro, nous attendons des précisions sur la manière dont la BCE compte lutter contre la «fragmentation financière» en zone euro.**

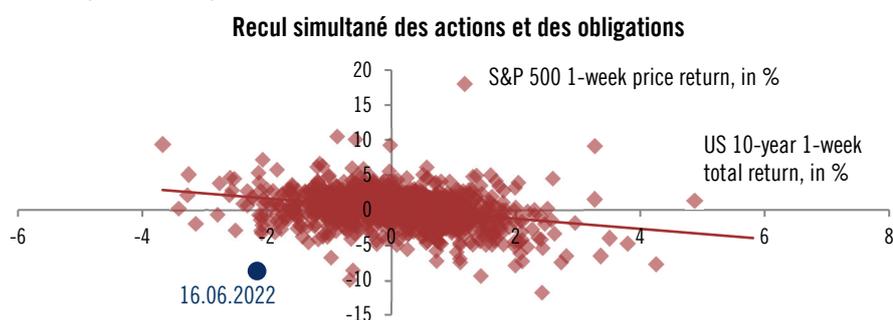
Sans surprise, les marchés d'actifs risqués deviennent plus pessimistes. La Fed et les autres banques centrales veulent croire qu'elles peuvent organiser un «atterrissage en douceur» – mais cela s'avère de plus en plus compliqué. L'information selon laquelle un groupe fintech suédois réputé a été contraint de réduire ses ambitions de moitié alors qu'il cherchait des fonds auprès d'investisseurs privés souligne les difficultés traversées par les startups non rentables, face auxquelles nous restons globalement négatifs. Mais il est possible que la baisse des valorisations conduise à une reprise des fusions et acquisitions parmi les groupes plus établis, comme en témoigne la discussion de rapprochement entre BNP et ABN-AMRO.

Dans l'univers des politiques monétaires accommodantes, la Banque du Japon (BoJ) se distingue comme «le dernier survivant». La semaine dernière, elle a maintenu son taux au jour le jour à -0,1%, tout en s'engageant à acheter des quantités illimitées d'obligations d'Etat. Ce recours à la planche à billets a entraîné le yen vers un plancher historique par rapport au dollar. **Les marchés testent désormais la détermination de la BoJ, ce qui nous incite à rester négatifs face aux obligations japonaises et au yen.** Mais alors que les élections de juillet à la chambre haute du parlement japonais se dérouleront sur fond d'inquiétude concernant la hausse des prix à l'importation, une intervention du ministère des Finances sur les marchés ne peut être écartée. La température politique monte également dans d'autres régions. Le président français, Emmanuel Macron, n'a pas obtenu de majorité parlementaire, ce qui menace la mise en œuvre de son programme de réformes. En Espagne, le mécontentement des électeurs a également entraîné une défaite du Parti socialiste (au pouvoir à Madrid) lors des élections régionales en Andalousie. En revanche, le candidat de gauche Gustavo Petro a remporté l'élection présidentielle en Colombie, ce qui confirme une tendance observée ailleurs en Amérique latine. Dans l'ensemble, **à mesure que la question de savoir «qui paiera la facture» de la dette et de**

l'inflation (l'un de nos thèmes d'investissement) gagnera en importance, la politique influencera de plus en plus les perspectives du marché.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: NULLE PART OÙ S'ABRITER

La pente descendante du graphique ci-dessous illustre la corrélation négative qui existe depuis des décennies entre les actions et les obligations (une semaine positive pour le S&P 500 se traduit par des rendements négatifs pour les bons du Trésor américain à 10 ans, et vice versa). Mais la semaine dernière, actions et obligations ont simultanément enregistré des performances médiocres (symbolisées par le point «16.06.22»). Cela traduit la crainte que l'envolée de l'inflation n'incite les banques centrales à resserrer leur politique monétaire sans tenir compte de l'impact sur la croissance.



Persistance d'une inflation élevée aux Etats-Unis

L'indice des prix à la production aux Etats-Unis a augmenté de 0,8% en mai en glissement mensuel (deux fois le rythme du mois précédent) et de 10,8% en glissement annuel. Parallèlement, les ventes de détail ont reculé de 0,3% en rythme mensuel (mais progressé de 8,1% par rapport à l'année précédente).

Signes de reprise en Chine

En Chine, les ventes de détail ont connu une légère reprise en mai (hausse de 0,05% en glissement mensuel), passant de -11,1% à -6,7% en glissement annuel. La production industrielle et les investissements en capital fixe se sont également améliorés. La première a augmenté de 0,7% en glissement annuel, après une chute de presque 3% en avril.

La production industrielle européenne se redresse en avril

Au sein de la zone euro, la production industrielle a progressé de 0,4% en glissement annuel en avril, signalant un redressement par rapport au chiffre révisé de -1,4% pour mars. Toujours faible, l'indice ZEW allemand des anticipations économiques pour les six mois à venir a néanmoins augmenté en juin, passant de -34,3 à -28,0.

MARCHÉS: LA NERVOSITÉ PERSISTE

A la merci de la Fed

La semaine dernière, les actions des marchés développés ont encore été malmenées. Initialement, le S&P 500 avait bien accueilli la hausse de 75 pb du taux directeur de la Fed. Mais le rebond s'est essoufflé, les craintes qu'une Fed agressive entraîne les Etats-Unis dans la récession faisant plonger le S&P500 de 5,75% sur la semaine (en USD¹). Ces inquiétudes ont particulièrement pénalisé les valeurs cycliques et les petites capitalisations domestiques, l'indice Russell 2000 ayant perdu 7,4%. En Europe, les tensions accrues autour de l'approvisionnement en énergie et les hausses de taux imminentes de la BCE ont plombé le Stoxx Europe 600, qui a abandonné 4,6% sur la semaine (en EUR²). Alors que les révisions à la baisse des anticipations de bénéfices sur les marchés développés commencent à dépasser les révisions à la hausse, le contexte reste délicat. On observe un assèchement des liquidités, sachant que les entreprises et

les secteurs les plus spéculatifs sont très exposés à une baisse de régime (à l'instar des cryptomonnaies). Dans le même temps, l'agressivité des banques centrales est désormais intégrée dans les prix et l'on peut espérer un rebond des marchés, qui montrent des signes de survente. Les bénéfices du deuxième trimestre, publiés le mois prochain, apporteront certains éclaircissements, mais tout dépendra de la confiance dans la capacité de la Fed à organiser un «atterrissage en douceur» de l'économie.

Les rendements obligataires proches d'un pic?

L'engagement renouvelé de la Banque du Japon à contrôler la courbe des taux a maintenu les rendements des emprunts d'Etat japonais à l'écart de la hausse générale des rendements obligataires la semaine dernière. Mais les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans se sont envolés vendredi, alors que les investisseurs digéraient la hausse de 75 pb du taux des Fed Funds. L'idée que l'agressivité de la Fed contribuera à juguler l'inflation et à freiner la croissance entraîne un recul des anticipations de resserrement monétaire à moyen terme, synonyme de réduction de l'écart de rendement entre les bons du Trésor américain et les Bunds. Mais les rendements à long terme pourraient également approcher de leur pic en Europe, alors que les hausses de taux aggravent les problèmes d'une économie déjà fragilisée. Les obligations italiennes se sont redressées, la BCE ayant été poussée à accélérer la mise en place de mécanismes visant à prévenir la «fragmentation financière» en zone euro. Les instruments présentés par la BCE le mois prochain devraient s'avérer suffisamment solides pour jouer ce rôle. Les émissions *investment grade* et *high grade* ont enregistré des performances négatives la semaine dernière. Mais le resserrement des conditions financières et la détérioration du contexte économique incitent à la prudence concernant les émetteurs endettés et moins bien notés.

Une éclaircie pour l'euro?

Malgré la hausse des taux de 75 pb décidée par la Fed, la progression du dollar face à l'euro est restée limitée la semaine dernière. D'une part, les marchés estiment que l'agressivité de la Fed freinera la croissance autant que l'inflation et excluent la possibilité de nouvelles hausses de taux, notamment en 2023. D'autre part, la BCE a commencé à répondre aux préoccupations des marchés concernant la fragmentation financière. L'introduction d'un mécanisme visant à limiter l'élargissement des *spreads* obligataires au sein de la zone euro devrait permettre à la BCE de se montrer plus agressive et de réduire progressivement l'écart de taux avec les Etats-Unis. Tout en étant conscients des menaces que fait peser sur l'économie européenne une situation énergétique très fragile, nous restons positifs face à l'euro à moyen terme. La semaine dernière, le relèvement de 50 pb des taux directeurs de la Banque nationale suisse (BNS) a en revanche lourdement pesé sur la monnaie unique. Les signes indiquant que la BNS souhaitait une devise (pondérée par les échanges) forte pour lutter contre l'inflation importée sont de bon augure pour le franc suisse dans les mois à venir. Enfin, après le statu quo de la Banque du Japon sur le contrôle de la courbe des taux, seuls les milieux politiques semblent en mesure de venir à la rescousse du yen. En réponse au malaise croissant lié à l'augmentation du coût de la vie, une intervention du ministère des Finances sur le marché des changes paraît ainsi de plus en plus probable.

RECENT PUBLICATIONS

[HOUSE VIEW, JUNE 2022](#)

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

[UPDATED SCENARIOS FOR CENTRAL BANKS, INFLATION AND OIL PRICES \(FLASH NOTE 17 JUNE 2022\)](#)

[SHARP CONTRACTION IN TAX RECEIPTS HAMPERS CHINESE FISCAL STIMULUS \(FLASH NOTE 13 JUNE 2022\)](#)

[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? \(FLASH NOTE 06 MAY 2022\)](#)

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%.

² Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, STOXX Europe 600 (rendement net sur 12 mois en euro): 2017, 11,2%; 2018, -10,2%; 2019, 27,6%; 2020, -1,5%; 2021, 25,5%.

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 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).

@ 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.