

## WEEKLY VIEW: 25 juillet 2022

# VAGUES DE CHALEUR EN EUROPE

### SYNTHÈSE

- La BCE surprend les marchés avec une hausse de 50 pb
- Les données économiques indiquent une récession potentielle
- Bénéfices des entreprises conformes aux anticipations à ce stade

### RETOUR À UN NIVEAU NEUTRE

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des investissements

La Banque centrale européenne a clairement affirmé sa volonté la semaine dernière de limiter l'inflation en relevant ses taux directeurs de 50 points de base (pb) pour les ramener à zéro. Après cette décision, l'euro s'est stabilisé et les courbes de taux européennes se sont aplaties. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé son nouvel outil antifragmentation (Instrument de protection de la transmission, IPT), conçu pour limiter l'élargissement des *spreads* des obligations périphériques et éviter ainsi une crise des dettes souveraines. En Italie, la (seconde) démission du président Mario Draghi **renforce notre opinion négative sur les *spreads* périphériques**. Le départ de Draghi est rassurant sur un seul point: son gouvernement restera en place jusqu'aux prochaines élections, ce qui lui permettra de mettre en œuvre les mesures nécessaires pour demander officiellement à bénéficier du fonds de relance de l'UE. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale devrait relever ses taux de 75 pb cette semaine.

Cependant, les indicateurs économiques continuent de se dégrader aux Etats-Unis et en Europe, alors que les indices des directeurs d'achat (PMI) publiés la semaine dernière ont déçu. Cette situation illustre le dilemme auquel sont confrontées les banques centrales, qui continuent de relever leurs taux directeurs afin de juguler l'inflation, au risque de déclencher une récession. En raison des craintes des investisseurs concernant cette éventualité, les marchés obligataires se sont considérablement redressés la semaine dernière. **Nous sommes neutres concernant la duration aux Etats-Unis**. A rebours des anticipations du marché, nous ne pensons pas que la Fed fera marche arrière en abaissant ses taux en 2023, car l'inflation sous-jacente risque de rester durablement vigoureuse. La banque centrale américaine devrait plutôt maintenir les taux d'intérêt à des niveaux élevés. En ce qui concerne la «grève des paiements hypothécaires» qui sévit en Chine, une résolution rapide est souhaitable afin d'éviter tout risque de contagion.

Sur le front des résultats, des bénéfices globalement conformes aux attentes et le fait que les entreprises n'abaissent pas sensiblement leurs anticipations à ce stade ont permis un rebond des marchés actions. **Nous sommes neutres face aux actions**. Nous prévoyons néanmoins une détérioration au troisième trimestre, car les pressions exercées par les coûts commencent à peser sur les marges et deviennent plus difficiles à répercuter sur les clients. Alors que de nombreuses entreprises vont publier leurs comptes cette semaine, la technologie pourrait avoir particulièrement souffert, comme le suggère la chute des bénéfices de Snap après le redémarrage de l'économie et la baisse des dépenses publicitaires des entreprises du secteur.

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: RÉOUVERTURE DU NORD STREAM

Les volumes de gaz acheminés via le gazoduc Nord Stream ont retrouvé le niveau qui prévalait avant les opérations de maintenance annuelles. Cette remise en service était cruciale pour l'Europe, qui compte atteindre une capacité de stockage de 80% d'ici novembre pour passer l'hiver. Cela étant, le niveau de 80% permettra de couvrir les besoins énergétiques de l'Europe uniquement si Nord Stream reste ouvert tout l'hiver. En prévision d'un scénario catastrophe, l'UE a d'ailleurs proposé un plan visant à réduire volontairement la demande de gaz de 15% au niveau européen.

### Les prix du gaz naturel se sont envolés avec la chute des livraisons de gaz russe



Source: Pictet WM - CIO Office & Macro Research, Bloomberg Finance LP, vendredi 22 juillet 2022

## MACROÉCONOMIE: DIVERGENCE ENTRE L'INFLATION ET L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

### La hausse des taux de la BCE surprend les marchés

Après avoir présenté une hausse de 25 pb comme une «première étape prudente», la Banque centrale européenne a surpris les marchés en relevant ses taux directeurs de 50 pb. Cette décision agressive est le fruit d'un compromis au sein du Conseil des gouverneurs, visant l'unanimité sur l'introduction du nouvel outil antifragmentation (Instrument de protection de la transmission, IPT), conçu pour limiter l'élargissement des *spreads* des obligations périphériques. La présidente de la BCE, Christine Lagarde, a également évoqué des risques d'inflation croissants.

### Les indicateurs suggèrent un ralentissement mondial

Selon l'indice composite préliminaire des directeurs d'achat de S&P Global, passé de 52,0 en juin à 49,4 en juillet (un chiffre inférieur à 50,0 indique une contraction), l'activité économique de la zone euro s'est contractée de manière inattendue, le ralentissement du secteur manufacturier s'intensifiant tandis que le secteur des services stagnait. Cette évolution s'inscrit dans un contexte où les entreprises et les consommateurs de la zone euro affrontent une inflation qui a atteint 8,6% le mois dernier. Quant à l'indice composite préliminaire concernant la production aux Etats-Unis, également publié par S&P, il a fortement chuté à 47,5 en juillet (contre 52,3 en juin), reflétant la première contraction de l'activité depuis près de deux ans.

### La BoJ maintient des taux extrêmement bas

Continuant à faire figure d'exception parmi les banques centrales, la Banque du Japon a décidé de maintenir ses taux à court terme à -0,1% et son taux à 10 ans à 0%. Cette décision a été prise en dépit du relèvement par la banque centrale nipponne de ses anticipations d'inflation à la consommation hors alimentation et énergie de 1,9% à 2,3% pour l'exercice fiscal se terminant en mars. Invoquant les fortes incertitudes pesant sur l'économie, la BoJ a cependant abaissé ses anticipations de croissance annuelle, de 2,9% à 2,4%.

## MARCHÉS: ACCUMULATION DE VENTS CONTRAIRES

### Le plongeon de la technologie douche une semaine de reprise

Une série d'indicateurs trimestriels décevants a mis fin, vendredi, à la reprise de la semaine dernière, mais les principaux indices sont restés dans le vert. Le Nasdaq 100 a chuté de presque 2%<sup>1</sup> (en USD) vendredi dernier – Snap a plongé de 39% en raison de mauvais résultats reflétant les difficultés de la technologie au deuxième trimestre 2022 –, mais clôturé la semaine en hausse de 3,4%. Snap a en revanche refusé de fournir des anticipations de chiffre d'affaires pour le troisième trimestre, invoquant un manque de visibilité. Le STOXX Europe 600 a progressé de 2,9%<sup>2</sup> (en EUR), le S&P 500 de 2,6%<sup>3</sup> (en USD) et le TOPIX de 3,3%<sup>4</sup> (en JPY). Cette reprise ne peut être attribuée aux fondamentaux, la saison des résultats du deuxième trimestre 2022 n'ayant surpris ni positivement ni négativement, tout en risquant de s'avérer la plus faible saison des résultats depuis la fin de la pandémie. Si les anticipations des entreprises sont très prudentes, la plupart n'en ont pas fourni. Les craintes de récession commencent en effet à peser sur les estimations de bénéfices: le mois dernier, les bénéfices 2023 ont été revus à la baisse dans tous les secteurs aux Etats-Unis, à l'exception du pétrole et du gaz. L'Europe est à la traîne des Etats-Unis, la plupart des secteurs subissant des révisions à la baisse des bénéfices, mais le mouvement n'est pas généralisé à ce stade. Principal contributeur à l'augmentation des bénéfices au troisième trimestre, le secteur du pétrole et du gaz est désormais rejoint par les secteurs cycliques. L'indice S&P 500 est repassé au-dessus de sa moyenne mobile à 50 jours, après avoir passé plus de soixante séances sous cet indicateur technique et enregistré une chute de plus de 19% par rapport à ses sommets annuels. Cet indicateur, parmi d'autres, suggère que le marché boursier américain a très probablement atteint un plancher – même si la volatilité risque de rester élevée jusqu'en octobre prochain.

### La BCE surprend, alors que l'Italie inquiète

La BCE a surpris les marchés, jeudi dernier, en relevant son taux directeur de 50 pb. Si cette décision n'était pas intégrée dans les prix, les rendements des obligations d'Etat en euros n'ont que légèrement baissé, le 10 ans allemand terminant la semaine à 1,04%, contre 1,13%. L'exception a été l'Italie, où le rendement du BTP (Bon pluriannuel du Trésor) a atteint 3,55% dans la journée. L'envolée concomitante du *spread* du BTP, à 229 pb, est due à la démission de Mario Draghi du poste de Premier ministre italien et à la perspective d'une élection anticipée le 25 septembre. Le *spread* du 10 ans italien devrait progresser et rester volatil en raison de l'incertitude politique dans les mois à venir, mais nous anticipons un resserrement vers 200 pb d'ici la fin de l'année, car le prochain gouvernement continuera de bénéficier des aides budgétaires de la Commission européenne et du soutien monétaire de la BCE. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a chuté à 2,75%, reflétant les perspectives décevantes soulignées par plusieurs enquêtes sur l'activité économique.

### Une semaine décisive pour l'euro

Le dollar s'est déprécié, la semaine dernière, par rapport à toutes les devises du G10, les investisseurs tablant sur un assouplissement de la Fed après la hausse des inscriptions au chômage, un PMI des services très décevant et la dégradation du sentiment économique. L'euro a profité de la hausse des taux agressive de la BCE, mais l'augmentation du *spread* BTP/Bund (liée aux turbulences politiques en Italie) et la déception suscitée par l'outil antifragmentation de la BCE (Instrument de protection de la transmission) ont limité son appréciation. Enfin, les monnaies liées aux matières premières se sont généralement bien comportées, profitant de la persistance de l'appétit pour le risque et de la hausse des cours.

## PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, JULY 2022](#)

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

[INSIGHTS FROM NOBEL LAUREATE AND BEST-SELLING AUTHOR, ECONOMIST JOSEPH STIGLITZ \(FLASH NOTE 22 JUNE 2022\)](#)

[ITALY GOVERNMENT BOND UPDATE \(FLASH NOTE 25 JULY 2022\)](#)

[US MACRO UPDATE: HOUSING MARKET SEES A SHARP REVERSAL OF FORTUNE \(FLASH NOTE 22 JULY 2022\)](#)

[PRECIOUS METALS - OUTSHINED BY THE FED \(FLASH NOTE 18 JULY 2022\)](#)

[YEN'S RISK-REWARD PROFILE BECOMING MORE ATTRACTIVE \(FLASH NOTE 13 JULY 2022\)](#)

[JUNE JOBS REPORT ENABLES FED TO STAY AGGRESSIVE \(FLASH NOTE 11 JULY 2022\)](#)

[THE EURO FACES GROWING DOWNSIDE RISKS \(FLASH NOTE 08 JULY 2022\)](#)

[STOIC SWITZERLAND \(FLASH NOTE 01 JULY 2022\)](#)

[TREASURY YIELDS SEEN AS HEADING DOWN BY YEAR'S END \(FLASH NOTE 30 JUNE 2022\)](#)

[RECESSION LOOKS INEVITABLE, BUT NOT IMMINENT \(FLASH NOTE 28 JUNE 2022\)](#)

[POSITIVE ON THE SWISS FRANC \(FLASH NOTE 22 JUNE 2022\)](#)

---

<sup>1</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, Nasdaq Composite (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 29,6%; 2018, -2,8%; 2019, 36,7%; 2020, 44,9%; 2021, 22,2%.

<sup>2</sup> 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%.

<sup>3</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%.

<sup>4</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, TOPIX (rendement net sur 12 mois en yen): 2017, 19,7%; 2018, -17,8%; 2019, 15,2%; 2020, 4,8%; 2021, 10,4%.

### **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.