

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 9 MAI 2022

TURBULENCES

SYNTHÈSE

- Les banques centrales inquiètent les marchés
- La BCE confrontée à un test de crédibilité
- Les projets de développement durable sont financés

LA FED AGIT

César Pérez Ruiz
Responsable des investissements
et CIO

Le relèvement de 50 pb des taux de la Fed, la semaine dernière, était largement anticipé. La déclaration de son président, Jerome Powell, selon laquelle une hausse de 75 pb n'avait pas été réellement envisagée, a même déclenché une hausse des marchés actions. Mais celle-ci a été brève et les craintes inflationnistes ont rapidement repris le dessus. Alors que le marché du travail américain reste tendu et que l'inflation dépasse nettement l'augmentation des salaires (l'indice des prix à la consommation a progressé de 8,5% en rythme annuel en mars, un pic de quatre décennies, contre une hausse de 5,5% du salaire horaire moyen en avril), les marchés redoutent la formation d'une spirale inflationniste salaires-prix, dans un contexte où l'augmentation du crédit reste forte aux Etats-Unis et où les consommateurs disposent encore d'une bonne partie de l'épargne accumulée pendant la pandémie. **Les marchés préférant que la menace inflationniste soit éliminée au plus vite, ils ont fait le travail de la Fed en propulsant les rendements obligataires à la hausse, ce qui a notamment pénalisé les valeurs de croissance.**

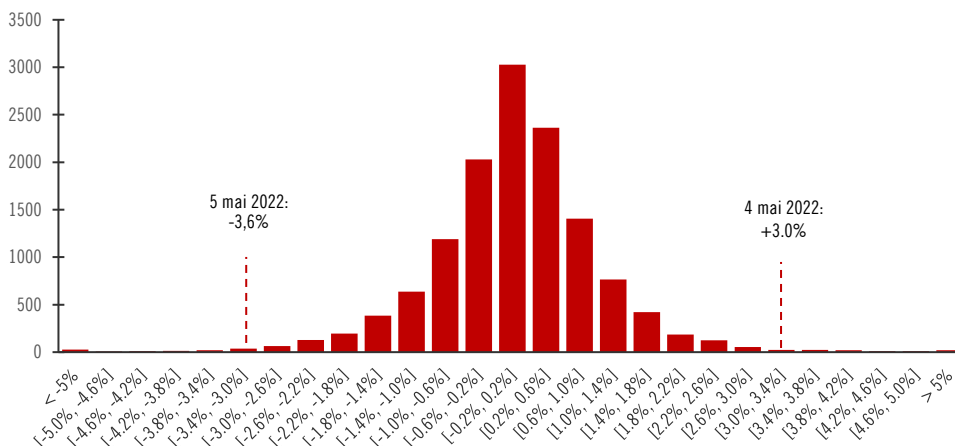
La semaine dernière, d'autres banques centrales ont aussi durci leur politique pour lutter contre une inflation persistante. La Banque centrale du Brésil et la Banque d'Angleterre ont ainsi relevé leurs taux directeurs, tout comme (de manière plus inattendue) les banques centrales australienne et indienne. Le relèvement de 25 pb de la Banque d'Angleterre (BoE) s'est accompagné d'anticipations plutôt sombres. Selon ses responsables, l'inflation pourrait en effet atteindre un pic supérieur à 10% (en rythme annuel) en octobre, tandis que l'économie britannique devrait se contracter dans les mois à venir. Tout comme en Europe de l'Est (même si le président russe Vladimir Poutine n'a pas déclaré officiellement la guerre à l'Ukraine dans son discours de commémoration du Jour de la Victoire), les tensions se renforcent aux confins occidentaux du continent. Après l'émergence du Scottish National Party, le triomphe des nationalistes du Sinn Féin aux élections en Irlande du Nord alimente les spéculations sur l'éclatement du Royaume-Uni. Dans ce contexte, comment se positionne la Banque centrale européenne? Certains de ses responsables ont clairement indiqué que le taux des dépôts pourrait être relevé dès le mois de juillet. Certains pays sont cependant plus vulnérables aux hausses de taux, à l'instar de l'Italie, dont les *spreads* ont atteint 200 pb la semaine dernière. **La manière dont la BCE soutiendra les pays subissant des coûts de financement plus élevés constituera un test important de sa crédibilité**, sachant qu'elle s'apprête à réduire ses achats nets d'obligations d'Etat. La BCE pourrait néanmoins avoir la volonté d'agir vite pour éviter de relever ses taux dans un environnement économique bien plus défavorable en fin d'année. Dans l'intervalle, nous continuons de sous-pondérer les emprunts d'Etat européens.

Dans l'ensemble, la volatilité reste élevée sur les marchés actions et obligations. Cependant, malgré les inquiétudes, les résultats du premier trimestre ont été globalement satisfaisants. Sans abdiquer face à un environnement plus difficile, **les investisseurs avisés continuent de financer certaines initiatives**. En parfaite adéquation avec notre thème de la durabilité, un fonds climatique très médiatisé a ainsi levé la semaine dernière USD 7,5 milliards.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: VIOLENTES SECOUSSES

Selon les normes historiques, la semaine écoulée a encore été très volatile. Le graphique ci-dessous, qui présente la répartition des performances quotidiennes depuis 1970, indique que le gain de 3% enregistré par le S&P 500 mercredi dernier et la baisse de 3,6% observée le lendemain se produisent très rarement. Le rebond de mercredi était dû au soulagement suscité par le commentaire du président de la Fed, Jerome Powell, selon lequel une hausse des taux de 75 pb n'était pas réellement envisagée. Mais dès le lendemain, les doutes sur la capacité de la Fed à freiner une inflation durablement élevée et les craintes de voir les Etats-Unis entrer en récession ont refait surface.

Répartition des performances quotidiennes du S&P 500 depuis 1970



Source: Pictet WM - CIO Office, Bloomberg Finance L.P. 6 mai 2022

MACROÉCONOMIE: DES EMPLOIS À PROFUSION

Les Etats-Unis continuent de créer des emplois

On compte 428 000 emplois non agricoles de plus aux Etats-Unis en avril, un niveau identique au chiffre révisé de mars, mais en recul par rapport aux 714 000 postes de février. Le taux de chômage est resté inchangé à 3,66%. Les salaires horaires ont augmenté à un taux annuel de 5,5%. D'autre part, l'indice ISM manufacturier des directeurs d'achat (PMI) a atteint un plancher de 20 mois à 55,4 en avril, mais indique toujours une expansion robuste, tandis que le PMI des services enregistrait le 23^e mois d'expansion consécutif, même s'il a également ralenti (à 57,1 contre 58,3).

Mauvaises nouvelles en Europe

Les ventes de détail dans la zone euro ont chuté de 0,4% en mars en glissement mensuel, l'Espagne enregistrant le plus fort recul parmi les grandes économies (-4%). Illustrant les pressions économiques qui menacent la région, la production industrielle en Allemagne a nettement déçu et chuté de 3,9% en mars en glissement mensuel. Sur une note plus positive, le chômage dans la zone euro a continué de baisser en mars, pour s'établir à 6,8%, contre 6,9% le mois précédent.

Contraction de l'activité en Chine

Le PMI Caixin China des services a lourdement chuté, passant de 42 en mars à 36,2 en avril – son plus bas niveau en deux ans –, en raison des restrictions liées au covid. De son côté, le PMI du secteur manufacturier a reculé à 46 en avril, contre 48,1 en mars, confirmant la contraction de l'activité déjà observée dans les chiffres officiels.

MARCHÉS: UNE PÉRIODE INTÉRESSANTE

Plancher en vue?

Le rapport d'avril sur l'emploi, qui montre que le marché du travail américain reste tendu, n'a guère soutenu les marchés actions la semaine dernière. Le rebond lié aux commentaires du président de la Fed – indiquant qu'une hausse des taux de 75 pb n'était pas à l'ordre du jour – a été de courte durée, les investisseurs se montrant préoccupés par les risques menaçant la reprise post-covid et la persistance de l'inflation. La progression des taux du Trésor a particulièrement pesé sur les valeurs de croissance, dont la technologie. Alors que des hausses des taux directeurs se profilent également en Europe, le Stoxx Europe 600 a nettement plus souffert que le S&P 500. Reste à savoir si nous sommes proches d'un plancher. Cependant, le début du «resserrement quantitatif» et la possibilité de deux nouvelles hausses des taux de 50 pb aux Etats-Unis d'ici juillet risquent de plomber les marchés actions. Mais le marché japonais, que nous surpondérons, a été relativement stable en

devise locale, le TOPIX enregistrant une performance totale de -2,7%¹ depuis le début de l'année, contre -13,1%² pour le S&P 500. De même, l'Indonésie et certains pays d'Amérique latine riches en matières premières affichent des performances positives (en dollars US) depuis le début de l'année.

Les anticipations de taux sont peut-être exagérées

Les investisseurs obligataires ont dû absorber une nouvelle forte hausse des taux américains à long terme la semaine dernière, après l'augmentation de 50 pb des taux directeurs décidée par la Fed, alors que d'autres hausses se profilent et que la banque centrale s'apprête à réduire son stock de bons du Trésor. Nous restons pourtant convaincus que les anticipations du marché sont exagérées, notre scénario central prévoyant un taux à 10 ans à 2,6% en fin d'année (contre 3,14% actuellement). En Europe, nous anticipons un rendement du Bund proche de 0,6% à la fin 2022 (contre 1% actuellement), malgré la probabilité croissante que la BCE relève ses taux dès juillet. Les craintes concernant la capacité de l'Italie à soutenir le poids de la dette suite au resserrement monétaire ont propulsé le *spread* entre la dette italienne à 10 ans et les Bunds à plus de 200 pb la semaine dernière. Si ce mouvement se poursuit, la BCE pourrait intervenir pour éviter la fragmentation de la zone euro. Il conviendra de surveiller cette évolution, tout comme le recul des crédits à haut rendement. Il est possible que la hausse des rendements et l'élargissement des *spreads* observés cette année offrent des opportunités de portage dans le segment *investment grade* - mais seulement si la récession est évitée et si les craintes inflationnistes s'apaisent. Parallèlement, la tendance à la hausse du volume de la dette «distressed» pourrait persister.

La livre frappée par de sombres perspectives économiques

Combinée à la hausse de 50 pb des taux directeurs de la Fed et à l'annonce du début du «resserrement quantitatif», la baisse de l'appétit pour le risque au niveau mondial s'est traduite par une nouvelle semaine positive pour le dollar. Cependant, la probabilité croissante que la BCE commence à relever ses taux en juillet a offert un certain répit à l'euro, même si la monnaie unique reste vulnérable au conflit ukrainien et aux craintes liées à la croissance. Alors que la Banque d'Angleterre a relevé ses taux de 25 pb la semaine dernière, le sombre tableau qu'elle a dressé des perspectives d'inflation et de croissance a plombé la livre, qui a atteint un point bas de presque deux ans face au dollar. Si les dilemmes auxquels sont confrontées la BoE et la BCE recèlent des similitudes, l'euro bénéficie d'une position budgétaire plus favorable et d'un potentiel de flux de capitaux positifs, alors que la zone euro se prépare à mettre fin au régime des taux négatifs.

PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, MAY 2022](#)

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

[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 \(FLASH NOTE 03 MAY 2022\)](#)

[COVID, AND THE AUTHORITIES’ RESPONSE, ARE CATCHING UP ON CHINA’S ECONOMY \(FLASH NOTE 28 APRIL 2022\)](#)

[THE SEARCH FOR INCOME IN FX MARKETS \(27 APRIL 2022\)](#)

[HIKE NOW, PAY LATER \(FLASH NOTE 27 APRIL 2022\)](#)

[DOUBTS PERSIST OVER CHINA’S GROWTH PROSPECTS \(FLASH NOTE 21 APRIL 2022\)](#)

[GOLD: ETF DEMAND TO THE RESCUE! \(FLASH NOTE 14 APRIL 2022\)](#)

[LOOKING FOR ‘SAFE’ CARRY \(FLASH NOTE 13 APRIL 2022\)](#)

[HOW THE WAR IN UKRAINE IS REVERBERATING IN ASIA \(11 APRIL 2022\)](#)

[BUMPY ROAD AHEAD FOR US TREASURIES \(FLASH NOTE 05 APRIL 2022\)](#)

[LATEST JOB REPORT SETS STAGE FOR 50BP FED RATE HIKE IN MAY \(FLASH NOTE 04 APRIL 2022\)](#)

¹ 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%.

² 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 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.