

PANORAMA HEBDOMADAIRE : 20 SEPTEMBRE 2021

UNE QUESTION D'OFFRE

RESUME

- En attente de signe de resserrement
- Les tensions sur les prix de l'énergie se font vives
- Place aux dividendes

PIED AU PLANCHER

César Pérez Ruiz

Directeur des investissements

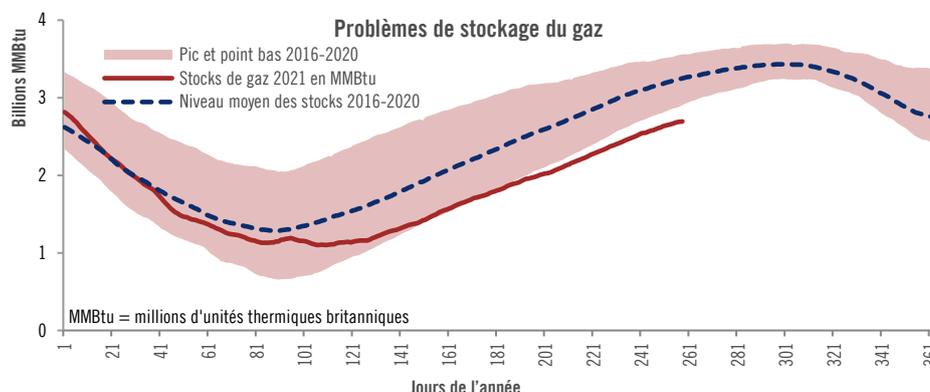
Cette nouvelle semaine sera marquée par la réunion du comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Les observateurs ne s'attendent à aucune annonce majeure, mais ils guetteront toute allusion à la réduction des achats d'actifs de la banque (nous tablons sur le mois de novembre pour une annonce officielle). Les observateurs surveilleront également le graphique à points (« dot plot »), lequel donne des informations sur les prévisions de taux d'intérêt des membres de la Fed. Le graphique à points pourrait révéler une nervosité grandissante au sein de la banque centrale concernant la hausse des prix à la consommation et les valorisations excessives des actifs. L'indice des prix à la consommation révèle un léger recul de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente en août aux États-Unis. Mais en y regardant de plus près, on constate que les pressions sur les prix sont en train de s'étendre à des secteurs comme les produits alimentaires et l'immobilier locatif, quand bien même les pressions s'atténuent un peu dans d'autres secteurs. Surtout, les prévisions d'inflation continuent à augmenter, avec le risque que l'indice des prix à la consommation se maintienne à un niveau supérieur au taux cible de la Fed plus longtemps que prévu. C'est l'une des raisons pour lesquelles, dans l'univers obligataire, **nous conservons un positionnement court en durée et préférons le risque de crédit et de spread au risque de durée. De plus, la hausse des prix à la production érodant les marges des entreprises, et dans les actions nous ciblons les entreprises disposant d'un pouvoir d'imposer leur prix.**

La semaine sera également marquée par des réunions de banquiers centraux en Scandinavie, au Japon et au Royaume-Uni. La Banque d'Angleterre est confrontée à la plus forte augmentation annuelle des prix à la consommation depuis neuf ans (3,2% en glissement annuel en août, un taux largement supérieur à son taux cible). Tout signe d'un resserrement de la politique monétaire pourrait doper momentanément la livre sterling et pousser les taux des emprunts d'État britanniques (Gilts) à la hausse. Il convient toutefois de préciser que c'est toute l'Europe qui est confrontée à des pressions inflationnistes, la forte hausse des prix énergétiques aidant. L'envolée des prix du gaz naturel pousse de plus en plus de gouvernements à intervenir. Par exemple, le gouvernement espagnol a adopté une mesure limitant le montant des factures d'électricité des ménages et il a introduit un mécanisme lui permettant de s'emparer des « bénéfices excessifs » des compagnies d'électricité. Ces dernières ont dévissé en bourse dans la foulée. **Les entreprises et les États n'ayant pas tous la même capacité à faire face aux tensions sur les prix, notre thème d'investissement « Qui va payer l'ardoise ? » n'a jamais été autant d'actualité.** Toutefois, les tensions actuelles signifient-elles que nous nous apprêtons à connaître un épisode de stagflation, caractérisé par une inflation forte et une croissance faible ? Ce scénario nous semble encore loin : les données diffusées la semaine dernière sur les ventes de détail aux États-Unis et sur l'activité manufacturière en Europe montrent que la croissance, quoiqu'en perte de vitesse, devrait bien résister.

Enfin, l'un des thèmes d'investissement dont nous avons parlé en début d'année—les entreprises dont les dividendes sont voués à croître—reste d'actualité. **La distribution de dividendes et (tout particulièrement aux États-Unis) les rachats d'actions rebondissent et pourraient représenter une part plus importante des rendements totaux dans un contexte marqué par le ralentissement de la croissance des bénéficiaires.** On a pu constater la pertinence de ce thème la semaine dernière, quand Microsoft a annoncé une hausse de 11% de son dividende trimestriel par rapport au trimestre précédent, ainsi qu'une augmentation de 50% de ses rachats d'actions.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : DES STOCKS DE GAZ TRES FAIBLES

Après des mois de baisse, les prix de l'énergie ont franchi plusieurs sommets la semaine dernière, dopés par la par des problèmes d'approvisionnement et de stockage dans le gaz naturel. En effet, en Europe, les stocks de gaz se sont repliés à leur plus bas niveau depuis cinq ans. À ce stade, il semble que les tensions sur les prix de l'énergie en Europe pourraient durer un certain temps, avec un impact sur les prix aux consommateurs qui varie d'un pays à l'autre.



Source : Pictet WM - CIO Office, Bloomberg, vendredi 17 septembre 2021

MACROECONOMIE : LE FOSSE DES STATISTIQUES

L'inflation ralentit aux États-Unis, les ventes de détail augmentent

Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation fait état d'une atténuation des pressions inflationnistes en août, en rythme mensuel et en glissement annuel. Le taux d'inflation globale en rythme annuel s'est établi à 5,3%, contre 5,4% en juillet. Le taux d'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'est replié à 4,0% en rythme annuel contre 4,3% en juillet. Parallèlement, les ventes de détail ont rebondi en août bien au-delà des attentes, malgré les craintes liées à la propagation du variant delta et malgré la forte baisse des ventes de véhicules à cause des pénuries d'approvisionnement. Les ventes de détail ont augmenté de 0,7% en août, après une baisse de 1,1% en juillet.

Encore des statistiques molles en Chine

À l'inverse, les ventes de détail se sont révélées moins bonnes que prévu en Chine : elles ont progressé de 2,5% en rythme annuel, un chiffre en forte baisse par rapport à la hausse de 8,5% enregistrée en juillet. Le tassement des dépenses de consommation est peut-être dû en partie au durcissement des règles régissant le marché de l'immobilier avec une baisse de 19,7% en glissement annuel dans la valeur des biens immobiliers vendus en Chine en août.

La production industrielle augmente en zone euro

D'après Eurostat, la production industrielle a augmenté plus que prévu en juillet en zone euro, progressant de 1,5% par rapport au mois de juin et de 7,7% en glissement annuel. Les prix à la consommation ont augmenté de 3,0% en rythme annuel en zone euro, un chiffre largement supérieur au taux cible d'inflation de la BCE (2%). Il s'agit de la plus forte hausse depuis près de neuf ans. Au Royaume-Uni, les prix à la consommation ont bondi de 3,2% en rythme annuel le mois dernier.

MARCHES : COMPOSER AVEC LA HAUSSE DES TAUX OBLIGATAIRES

L'appétit pour le risque diminue

Les marchés sont restés apathiques la semaine dernière. L'aplatissement de la courbe des taux américains trahit la réserve des investisseurs, laquelle peut s'expliquer par les rumeurs d'une augmentation de la fiscalité des entreprises, par l'érosion de la confiance des ménages et par les fortes prévisions d'inflation. Tous ces facteurs ont concouru à faire reculer le S&P 500 de -0,54%¹ la semaine dernière (en USD). L'expiration simultanée des options de souscription d'actions, des contrats à terme sur indices actions et des contrats d'option sur indices actions en cette fin de trimestre (ce que l'on appelle « triple witching ») a contribué à augmenter les volumes d'échange et la volatilité sur les bourses américaines. En plus des inquiétudes sur le ralentissement de l'activité économique et de la croissance des bénéficiaires, les problèmes d'endettement de certains grands promoteurs immobiliers en Chine et, en Europe, les craintes de pénuries de gaz à l'approche de l'hiver ont poussé les acteurs de marché à la prudence. L'indice MSCI China a terminé la semaine en baisse de -4,8%² (en USD), tandis que le Stoxx Europe 600 abandonnait -0,97%³ (en euro). Alors que nous

nous sommes préparés à une période de consolidation des marchés et que nous affichons une exposition globalement neutre aux actions, notre espoir est qu'un important incident de crédit en Chine et la prochaine réduction de ses achats d'actifs par la Fed auront un impact limité et que l'inflation restera sous contrôle, malgré les récentes poussées.

L'inflation, encore et toujours

La semaine dernière, les taux du Trésor américain ont évolué en dents de scie, tirillés entre la légère baisse des prix à la consommation et les chiffres meilleurs que prévu des ventes de détail. Le taux américain à 10 ans a augmenté de 4 points de base sur la semaine entière, terminant à 1,37%. Les taux obligataires ont également augmenté en Europe, où l'inflation s'est hissée à son plus haut niveau depuis neuf ans tandis que, les craintes d'une pénurie d'énergie à l'approche de l'hiver se sont accumulées. La fuite d'un rapport dans lequel l'économiste en chef de la BCE prévoit que l'institution atteindra son objectif d'inflation de 2% d'ici 2025 a aussi poussé les taux obligataires européens à la hausse, car cela suggère que la banque centrale pourrait rehausser ses taux en l'espace d'un peu plus de deux ans seulement. Mais la rhétorique officielle de la BCE reste conciliante et ses responsables ont immédiatement pris leur distance avec le rapport fuité. Pour l'instant, l'heure est à une réduction de l'assouplissement quantitatif. Les partisans de l'orthodoxie monétaire pourraient se référer aux derniers chiffres de l'inflation pour essayer d'obliger la BCE à mettre prématurément un terme à ses achats d'actifs, ce qui pousserait les taux obligataires à la hausse. L'avenir de l'assouplissement monétaire est également à l'ordre du jour aux États-Unis, quand bien même il est peu probable que la Fed annonce officiellement le début d'une réduction de ses achats d'actifs lors de sa réunion cette semaine. À ce stade, une réduction des achats qui a été bien signalée par la Fed ne devrait pas trop chambouler les marchés obligataires—mais il pourrait en aller différemment si la situation sur certains segments du marché chinois du crédit devenait hors de contrôle et les problèmes dans le marché de l'immobilier commençaient à se propager à d'autres secteurs.

Le regain d'aversion au risque pousse le dollar à la hausse

Monnaie refuge, le dollar a poursuivi sa forte progression la semaine dernière à la faveur du regain d'aversion au risque. Fait intéressant : alors que le yen, monnaie défensive par excellence, a également terminé la semaine en hausse, le franc suisse a pour sa part reculé. La hausse générale des taux à long terme a pesé sur la monnaie helvétique, peu rémunératrice, qui a sous-performé les devises des pays développés sensibles à la conjoncture économique. L'or, non rémunérateur, a également cédé du terrain car la hausse des taux réels a pesé sur la demande des investisseurs. Cette semaine, nous surveillerons avec attention l'évolution de la couronne norvégienne (une de nos monnaies préférées) car la Norges Bank pourrait bien rehausser ses taux de base. Les inquiétudes liées à la hausse des prix de l'énergie ont déjà profité ces derniers temps à la monnaie norvégienne, sensible à l'évolution des cours du pétrole.

RECENT PUBLICATIONS

[HOUSE VIEW, SEPTEMBRE 2021](#)

[ANOTHER STEP TOWARD FED TAPERING \(FLASH NOTE, 17 SEPTEMBRE 2021\)](#)

[INTERESTING TIMES FOR ASIAN CURRENCIES \(FLASH NOTE, 17 SEPTEMBRE 2021\)](#)

[MOVING SIDEWAYS \(FLASH NOTE, 16 SEPTEMBRE 2021\)](#)

[CHINESE TRADE NUMBERS PROVIDE POSITIVE NEWS \(FLASH NOTE, 14 SEPTEMBRE 2021\)](#)

[US YIELDS COULD GRADUALLY RISE IN BOND TUG-OF-WAR \(FLASH NOTE, JEUDI 2 SEPTEMBRE 2021\)](#)

[KEEPING FAITH IN THE US CONSUMER \(FLASH NOTE, 1 SEPTEMBRE 2021\)](#)

[THE CHINESE ECONOMY AND EQUITIES: PROSPECTS FOR THE REMAINDER OF THE YEAR \(FLASH NOTE, 06 AOÛT 2021\)](#)

[REVISING UP OUR FORECASTS FOR EURO AREA GROWTH AND INFLATION \(FLASH NOTE, 6 AOÛT 2021\)](#)

[WHAT COMES AFTER THE END OF THE MERKEL ERA? \(FLASH NOTE, 6 AOÛT 2021\)](#)

¹ Source : Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances historiques, Indice S&P 500 (performance nette en USD sur 12 mois) : 2016, 12.0% ; 2017, 21.8% ; 2018, -4.38% ; 2019, 31.5% ; 2020, 18.4%.

² Source : Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances historiques, Indice MSCI Chine (performance nette en USD sur 12 mois) : 2016, 1.1% ; 2017, 54.3% ; 2018, -18.7% ; 2019, 23.7% ; 2020, 29.7%.

³ Source : Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances historiques, Indice Stoxx Europe 600 (performance nette en EUR sur 12 mois) : 2016, 2.4% ; 2017, 11.2% ; 2018, -10.2% ; 2019, 27.6% ; 2020, -1.5%.

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 redisseminated 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 2021.

Distributeurs: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) S.A