

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 29 AOÛT 2022

RETOUR À JACKSON HOLE

SYNTHÈSE

- Le positionnement agressif de la Fed confirmé par son président
- L'Europe face à l'inflation et aux perspectives de ralentissement
- Le gouvernement chinois au chevet d'une économie chancelante

CAP MAINTENU

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des
investissements

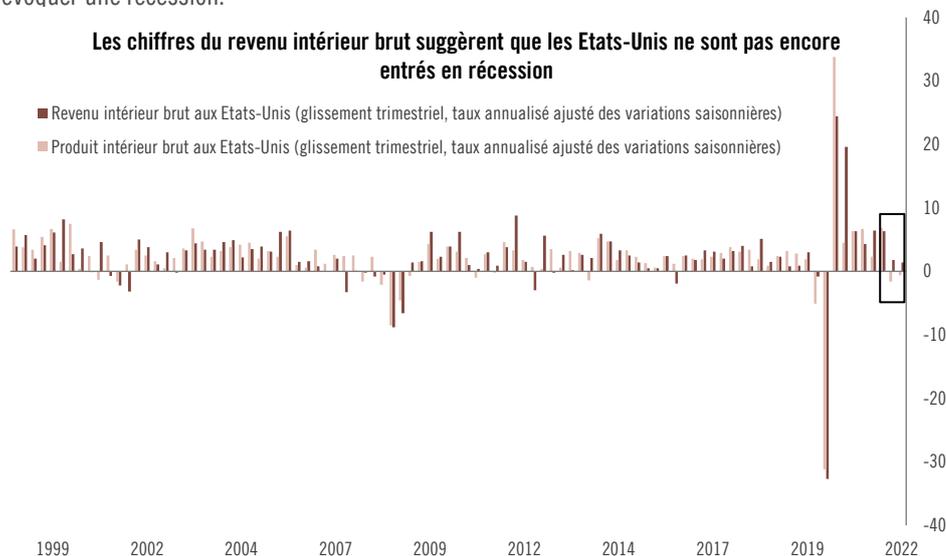
Bien que les prix à la consommation hors alimentation et énergie (indice PCE «core») ainsi que les revenus et dépenses des ménages aient progressé moins vite qu'anticipé, le président de la Fed, dans son discours de Jackson Hole, a annoncé le maintien d'une politique monétaire agressive. La principale conclusion de ce discours est que la Fed poursuivra ses efforts visant à juguler l'inflation, même si cela doit se faire au détriment de la croissance. Jerome Powell ciblait peut-être principalement les opérateurs du marché monétaire, qui anticipent des baisses de taux dès 2023. Nous surveillerons donc attentivement les chiffres de l'emploi aux Etats-Unis, publiés vendredi. Alors que les actions ont chuté dans le sillage de ce discours, la réaction des obligations a été plus modérée, la hausse des taux se limitant à l'extrémité courte de la courbe. Cela étant, **le programme d'annulation des prêts étudiants du président Joe Biden, que certains considèrent comme inflationniste, pourrait renforcer la détermination de la Fed.**

En Europe, Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, a appelé à une action énergique pour faire reculer l'inflation. Une hausse de 75 points de base des taux d'intérêt de la BCE en septembre ne peut dès lors être exclue, bien que l'économie européenne montre déjà des signes de faiblesse. L'envolée des prix de l'énergie n'a quant à elle connu aucun répit, avant la fermeture pendant trois jours du gazoduc Nord Stream 1 pour «maintenance». Nous surveillerons les chiffres de l'inflation européenne, attendus dans la semaine. Les indices préliminaires des directeurs d'achat de la zone euro pour le mois d'août ont reflété une baisse d'activité pour le deuxième mois consécutif, malgré l'impact positif des vacances d'été sur les services. L'euro a atteint un plancher de plusieurs années par rapport au dollar la semaine dernière. Au Royaume-Uni, la hausse des factures d'énergie plombe le budget des consommateurs. Et cela pourrait contraindre le nouveau Premier ministre à renforcer les mesures de soutien, mais aussi inciter la Banque d'Angleterre (BoE) à durcir sa politique, même si le pays entre en récession, comme nous l'anticipons. Au mois de septembre, la BoE annoncera probablement des ventes actives d'obligations d'Etat (elle détient 35% du total des Gilts en circulation). **Nous tablons sur une inversion accrue du segment 2 ans/10 ans de la courbe des taux britanniques si le marché anticipe une récession sévère et prolongée.**

De son côté, la Chine semble menacée par la déflation. Le gouvernement a annoncé la semaine dernière de nouvelles mesures de relance budgétaire, incluant de nouveaux quotas de financement pour les banques publiques (RMB 300 milliards), une augmentation des émissions d'obligations spéciales des collectivités locales (RMB 500 milliards) et de nouvelles émissions des producteurs d'électricité publics (RMB 200 milliards). Cependant, si les récents plans budgétaires soutiennent le secteur des infrastructures, l'ampleur des mesures adoptées à ce stade paraît insuffisante pour compenser entièrement le ralentissement de la dynamique économique. **Nous tablons toujours sur une croissance du PIB chinois de 3,2% en 2022.** Les actions chinoises ont progressé la semaine dernière, les Etats-Unis et la Chine ayant conclu un accord sur l'audit des entreprises chinoises cotées aux Etats-Unis. Cette évolution est de bon augure pour **les actions chinoises, face auxquelles nous sommes neutres.** Ailleurs dans le monde, le Japon s'apprête à relancer ses centrales nucléaires.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: RÉCESSION OU PAS?

Sur la période mars-juin, le ralentissement de l'économie américaine s'est avéré moins prononcé qu'anticipé. Le PIB du deuxième trimestre a été révisé à la hausse la semaine dernière, de -0,9% à -0,6%, tout en restant négatif pour le deuxième trimestre consécutif. Cependant, le revenu intérieur brut (RIB) suggère que l'économie est toujours en croissance. Pour la première fois, cet indicateur est resté positif durant deux trimestres alors que le PIB s'avérait négatif. Nous devons donc constater une détérioration du marché du travail et des marges des entreprises avant d'évoquer une récession.



Source: Pictet WM - CIO Office & Macro Research, Bloomberg Finance LP, 26 août 2022

MACROÉCONOMIE: LA MOROSITÉ GAGNE DU TERRAIN

L'activité des entreprises ralentit dans le monde entier

Les indices préliminaires des directeurs d'achat (PMI) de S&P Global pour le mois d'août ont dressé un sombre tableau de l'activité économique mondiale. Le PMI composite de la zone euro a chuté à 49,2 contre 49,9 en juillet, le chiffre de l'économie allemande (où le secteur manufacturier est fortement représenté) plongeant à 47,6, son plus bas niveau depuis juin 2020. Au Royaume-Uni, le PMI composite a chuté à 50,9, contre 52,1, tandis que le PMI du secteur manufacturier s'effondrait à 46 (contre 51,1 en juillet). Au Japon, le PMI composite est passé de 50,2 en juillet à 48,9 en août, tandis qu'il chutait de 47,7 à 45 aux Etats-Unis sur la même période.

La confiance en Europe est au plus bas

Si les PMI pointent vers un ralentissement, l'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne a augmenté de 2,1 points pour atteindre -24,9 en août (après un plus bas historique de -27 en juillet), mais demeure nettement inférieur à sa moyenne de long terme. En Allemagne, l'indice Ifo du climat des affaires, reflétant les anticipations des entreprises pour les six mois à venir, a encore fléchi en août, passant de 80,4 le mois précédent à 80,3. Les chiffres révisés du PIB montrent eux que l'économie allemande a progressé de 0,1% au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent (contre une estimation initiale de 0).

Le tableau est mitigé aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, les commandes de biens durables sont restées stables en juillet, mais les commandes de biens d'équipement hors défense (à l'exclusion des avions) ont progressé de 0,4%. Parallèlement, les ventes de logements neufs ont reculé pour le sixième mois consécutif, chutant de 12,6% par rapport à juin pour atteindre leur plus bas niveau en six ans et demi. Cette baisse fait suite à l'annonce d'une chute de 5,9% des ventes de logements existants en juillet par rapport au mois précédent. Sur une note plus positive, la croissance du PIB américain a été révisée à la hausse, passant de -0,9% au deuxième trimestre à -0,6% (en rythme annuel).

MARCHÉS: RETOUR SUR TERRE

Doutes sur les intentions de la Fed

Pendant la majeure partie de la semaine précédant le discours de Jerome Powell à Jackson Hole, les marchés boursiers américains sont restés fragiles, les investisseurs penchant pour une nouvelle hausse importante des taux de la Fed le mois prochain. Sans surprise, Jerome Powell est resté vague sur les plans de la Fed, tout en écartant l'idée d'un assouplissement à court terme, ce qui s'est traduit par une chute hebdomadaire de 4% pour le S&P 500 (en USD¹). Mais nous avons anticipé cette correction en achetant des options de vente sur l'indice. Nous pensons qu'une hausse des prix à la consommation bien supérieure à l'objectif de 2% fixé par la Fed devrait alors inciter cette dernière à poursuivre son resserrement dans les mois à venir. La fin de l'assouplissement quantitatif et la dégradation des indicateurs économiques pèseront dès lors sur les perspectives de liquidité des actions des marchés développés. En revanche, l'indice MSCI Chine a enregistré une performance positive la semaine dernière (en USD²), grâce à de nouvelles mesures de relance budgétaire et à un accord sur l'audit des entreprises chinoises cotées aux Etats-Unis. Malgré un marché immobilier englué dans les difficultés et une dynamique économique décevante, la Chine pourrait dès lors offrir des opportunités aux investisseurs en actions courageux.

Optimisme prudent face aux obligations «core»

Le rendement supplémentaire offert par les bons du Trésor américain à deux ans par rapport à leurs homologues à 10 ans a encore augmenté la semaine dernière. Si nous restons neutres concernant les bons du Trésor, le taux du 10 ans apparaît désormais bien supérieur à notre objectif de fin d'année de 2,6%. Le discours de Jerome Powell à Jackson Hole nous a convaincus de maintenir notre pronostic, compte tenu du risque que la Fed durcisse excessivement sa politique. Les rendements ont aussi augmenté en Europe, l'écart entre obligations italiennes et Bunds allemands s'étant légèrement creusé sur fond de rumeurs selon lesquelles les *hedge funds* détiendraient des positions *short* record sur les emprunts d'Etat italiens. Si nous pensons que les valeurs refuges gagneront en attractivité à mesure que le ralentissement économique s'atténuera et que l'inflation commencera à diminuer, nous continuons de sous-pondérer les obligations périphériques de la zone euro. Nous sous-pondérons de même les Gilts britanniques, dont le rendement a bondi la semaine dernière dans un contexte d'inversion entre les échéances à 2 et 10 ans évoquant la situation aux Etats-Unis. La hausse des rendements britanniques reflète la montée des anticipations concernant l'inflation et les hausses de taux de la Banque d'Angleterre (BoE). Les rendements des Gilts pourraient subir de nouvelles pressions à la hausse si la BoE décidait d'accélérer la réduction de son bilan lors de sa réunion de septembre.

Temps difficiles pour les alternatives au billet vert

Le dollar a encore progressé la semaine dernière, le discours de Jerome Powell à Jackson Hole ayant souligné la volonté de la Fed de continuer à relever ses taux directeurs pour faire face aux pressions inflationnistes, même si cela doit provoquer des difficultés économiques. En outre, les principales alternatives au billet vert connaissent des temps difficiles. L'euro, en particulier, est confronté à l'envolée ininterrompue des prix de gros de l'énergie. Alors qu'on peut s'interroger sur la détermination de la BCE à durcir durablement sa politique monétaire, l'euro ne se redressera que si l'économie européenne se montre capable de résister aux pressions du marché de l'énergie pendant la saison hivernale. La semaine dernière, le yuan a atteint un nouveau plancher par rapport au dollar en raison de la faiblesse des indicateurs récents et de la divergence croissante des politiques monétaires.

PUBLICATIONS RÉCENTES

[HOUSE VIEW, AUGUST 2022](#)

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

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

[CHALLENGES FACE PRIVATE EQUITY \(FLASH NOTE 12 AUGUST 2022\)](#)

[REGIONAL CONFLICT, GLOBAL CONSEQUENCES \(FLASH NOTE 11 AUGUST 2022\)](#)

[MORE PAIN AHEAD FOR CREDIT \(FLASH NOTE 11 AUGUST 2022\)](#)

[GERMAN AND SWISS SOVEREIGN BONDS UPDATE \(FLASH NOTE 28 JULY 2022\)](#)

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

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

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, MSCI China (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 54,3%; 2018, -18,7%; 2019, 23,7%; 2020, 29,7%; 2021, -21,6%.

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.