

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 8 AOÛT 2022

MONTÉE DES TENSIONS

SYNTHÈSE

- Surprise sur le front de l'emploi aux Etats-Unis en juillet
- Solides résultats du T2 favorables aux actions
- Montée des tensions autour de Taïwan

RÉCESSION, QUELLE RÉCESSION?

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

La vigueur du marché du travail américain a surpris les marchés la semaine dernière avec un demi-million de postes créés en juillet, un chiffre nettement supérieur aux anticipations. La plupart des nouveaux emplois ont concerné le secteur des services, qui a bénéficié du redémarrage de l'économie après la levée des restrictions sanitaires. Le salaire horaire moyen a progressé de 5,2% en rythme annuel, tandis que le chômage a atteint son plus bas niveau depuis 1969, à 3,5%. Dans ce contexte, nous ne prévoyons pas d'inflexion de la politique monétaire de la Réserve fédérale, alors que les marchés tablent désormais sur un relèvement des taux de 75 points de base (pb) lors de la réunion de septembre. Malgré deux trimestres consécutifs de croissance négative, l'économie américaine n'est manifestement pas en récession, même si les craintes des investisseurs ont porté les placements dans les bons du Trésor américain à des niveaux inédits depuis novembre 2021. L'entrée en récession semble inévitable, mais elle n'est pas imminente selon nous. Dans l'intervalle, l'économie américaine devrait bénéficier de la loi sur la réduction de l'inflation, adoptée par le Sénat dimanche dernier en fin de soirée. **Nous examinerons de près les prochains chiffres de la hausse des prix à la production et à la consommation, attendus dans le courant de la semaine.**

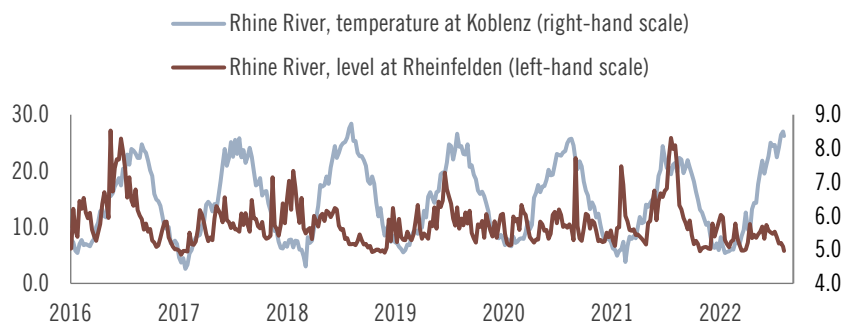
Les marchés boursiers ont bien résisté la semaine dernière au retour des craintes relatives aux taux d'intérêt, grâce à la publication de résultats plutôt rassurants pour le deuxième trimestre. La vigueur de la croissance nominale s'est traduite par des ventes plus importantes qu'anticipé et les entreprises ont maintenu leurs marges en répercutant la hausse des coûts sur les clients. Alors que 79% des entreprises du S&P 500 ont annoncé une progression de +15% de leur chiffre d'affaires et de +10% de leur bénéfice par action, ces chiffres ont atteint respectivement +26% et +17% en Europe, grâce à la faiblesse de l'euro. **Nous sommes neutres à l'égard des actions.** Il s'agit probablement du dernier trimestre de forte hausse des ventes, car les consommateurs préfèrent désormais chercher les meilleurs prix ou limiter leurs achats plutôt que d'accepter des prix plus élevés.

Rappelant la crise de 1995, les exercices militaires chinois autour du détroit de Taïwan se sont intensifiés en réaction à la visite de la présidente de la Chambre des représentants américaine, Nancy Pelosi. L'armée chinoise démontre ainsi qu'elle est en mesure d'isoler l'archipel du reste du monde. Comme 48% des conteneurs passant par le détroit de Taïwan sont désormais bloqués, les contraintes d'approvisionnement risquent de s'aggraver si les tensions persistent. Mais il convient de noter que la Chine, fortement dépendante de Taïwan pour les puces à semi-conducteurs, a limité le blocus à 1% de ses importations en provenance de l'île. En sens inverse, 42% des exportations taïwanaises sont destinées à la Chine, 70% des produits concernés étant liés à la technologie. **La situation actuelle va probablement inciter les entreprises à diversifier encore davantage leurs chaînes d'approvisionnement.** De plus, les prix mondiaux des denrées alimentaires ont enregistré un plongeon d'une ampleur inégalée depuis 2008 pour atteindre leur plus bas niveau depuis janvier, dans le sillage de l'accord russo-ukrainien sur l'exportation des stocks de céréales.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: DES ARTÈRES FLUVIALES MENACÉES PAR LA CHALEUR

En Europe, l'impact des vagues de chaleur sur les systèmes fluviaux se fait particulièrement sentir dans certains secteurs de l'économie. Le niveau du Rhin n'a jamais été aussi bas, obligeant les entreprises qui l'utilisent habituellement pour livrer des marchandises à trouver d'autres solutions, avec des conséquences possibles sur l'ensemble de l'activité économique allemande. Parallèlement, l'augmentation de la température des fleuves en général a des répercussions sur l'industrie nucléaire française, qui a besoin d'eau pour le refroidissement des réacteurs.

Rhin: hausse de la température de l'eau et baisse de son niveau



Source: Pictet WM - CIO Office & Macro Research, Bloomberg Finance LP, 3 août 2022

MACROÉCONOMIE: LA FRACTURE ATLANTIQUE

La création d'emplois demeure vigoureuse aux Etats-Unis

L'emploi non agricole s'est accru de 528 000 postes aux Etats-Unis en juillet, un chiffre nettement plus important qu'anticipé et supérieur aux chiffres révisés des deux mois précédents (398 000 en juin, 386 000 en mai). Le taux de chômage a reculé de 3,6%, à 3,5%. La hausse du salaire horaire a légèrement progressé, à 5,2% (rythme annuel) en juillet, contre 5,1% en juin. Par ailleurs, l'indice ISM des directeurs d'achats (PMI) du secteur non manufacturier s'est redressé en juillet pour s'établir à 56,7 points, soulignant la résilience de l'activité liée aux services. Le sous-indice de l'emploi s'est également amélioré, passant de 47,4 à 49,1 points, ce qui laisse entrevoir un certain apaisement des tensions sur le front des recrutements. L'indice PMI du secteur manufacturier a légèrement baissé, à 52,8 points en juillet, contre 53,0 points en juin.

L'activité liée aux services se redresse en Chine

Alors que les indices PMI (indice officiel et indice Caixin) du secteur manufacturier ont reculé le mois dernier (le PMI officiel s'est établi à 49,0 points), l'activité liée aux services a progressé en Chine le mois dernier. L'indice Caixin des services est passé de 54,5 points en juin à 55,5 points en juillet. En outre, même s'il a reculé de 54,7 à 53,8 points, l'indice officiel du secteur non manufacturier est resté au-dessus de la barre des 50, qui distingue la contraction de l'expansion.

L'inflation en hausse et la croissance en berne au Royaume-Uni

La Banque d'Angleterre, qui anticipe une diminution du PIB de 2% et une chute du revenu disponible des ménages de 5% entre le pic et le creux de la récession censée débuter dans les mois à venir, a néanmoins relevé son taux directeur de 50 pb (à 1,75%) la semaine dernière. Elle table sur une inflation annuelle des prix à la consommation de 13% à la fin 2022.

MARCHÉS: MANQUE D'ASSURANCE

La dynamique des actions semble s'essouffler

La dynamique à l'origine de la récente hausse des indices boursiers américains s'est quelque peu essoufflée la semaine dernière, car la forte augmentation des créations d'emploi en juillet plaide en faveur d'une hausse importante des taux de la Fed dès septembre, tout en mettant en doute l'argument selon lequel les Etats-Unis seraient entrés dans une récession classique. Au cours de la semaine, le S&P 500 a enregistré un gain de 0,39% (en USD), tandis que le Nasdaq Composite a progressé de 2,18%. Les actions chinoises ont stagné, ce qui paraît logique compte tenu des inquiétudes persistantes concernant le secteur immobilier, des tensions accrues avec les Etats-Unis et d'une reprise post-covid quelque peu décevante. La performance positive du DAX (+0,67%, en EUR) est plus surprenante, étant donné les graves difficultés auxquelles l'économie allemande est confrontée en raison du conflit ukrainien. Il est vrai que les marchés boursiers dans leur ensemble ont été stimulés récemment par des résultats trimestriels globalement positifs – ou moins pires qu'anticipé. Mais les

Les obligations de nouveau secouées

résultats du deuxième trimestre perdent leur pouvoir de catalyseur à mesure que les entreprises les publient. Alors que les valorisations sont reparties à la hausse, les anticipations sont au mieux prudentes et une croissance des bénéfices pour le reste de l'année au sein des indices boursiers devrait principalement être l'affaire des sociétés du secteur de l'énergie.

Aux Etats-Unis, le taux des bons du Trésor à deux ans était reparti à la hausse avant même la publication du rapport sur l'emploi pour juillet. Il s'établissait à la fin de la semaine dernière à 3,23%, soit 40 pb de plus que son équivalent à 10 ans (bien que le taux du 10 ans ait également bondi après les chiffres de l'emploi). Dans l'ensemble, les inquiétudes entourant la politique monétaire de la Fed devraient se traduire par une volatilité persistante des emprunts d'Etat, ce qui nous incite à rester neutres. Les gilts britanniques ont également été secoués, l'anticipation d'une inflation à 13% par la Banque d'Angleterre ayant entraîné une hausse de 26 pb du rendement pour l'échéance à deux ans, tandis que la perspective d'une récession imminente a provoqué un aplatissement de la courbe des taux (une tendance observée sur la plupart des marchés occidentaux). Nous continuons de sous-pondérer les gilts. Nous sous-pondérons en outre les obligations périphériques de la zone euro, malgré un resserrement bienvenu des spreads italiens par rapport aux Bunds la semaine dernière – qui s'explique par la nouvelle flexibilité dont fait preuve la BCE dans le réinvestissement d'obligations arrivées à échéance et par l'engagement des partis politiques italiens à respecter les règles budgétaires européennes après les élections du mois prochain. Les crédits à haut rendement ont à nouveau enregistré une performance hebdomadaire satisfaisante (au moins jusqu'à ce que le rapport sur l'emploi pousse les rendements à la hausse), la baisse de la prime par rapport aux obligations *investment grade* indiquant que les craintes de récession ne prévalent pas sur le marché du crédit.

Le dollar américain reçoit un nouveau coup de pouce

A la fin d'une semaine atone, les chiffres de l'emploi non agricole ont permis un rebond du billet vert. L'impact du relèvement de 50 pb du taux directeur de la Banque d'Angleterre sur la monnaie britannique a été plus qu'atténué par les perspectives de croissance et d'inflation sombres que cette dernière a dessinées, ce qui a entraîné un recul de 0,5% de la livre par rapport à l'euro. Bien que la livre sterling ne semble pas particulièrement intéressante, les investisseurs se montrant pessimistes concernant son évolution depuis un certain temps, la poursuite de la baisse pourrait être limitée. La semaine dernière, la Reserve Bank of Australia a également relevé ses taux de base de 50 pb. Si cette mesure était déjà intégrée dans les prix, le dollar australien (contrairement à la livre sterling) continue de bénéficier de la richesse en matières premières du pays.

RECENT PUBLICATIONS

[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 \(FLASH NOTE 22 JUNE 2022\)](#)

[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 \(FLASH NOTE 22 JULY 2022\)](#)

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

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 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, fast 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.

