

PERFORMANCES 2022
ACTIONS

MSCI Monde	-18.9%
S&P 500	-17.9%
Nasdaq	-25.8%
Stoxx 600	-14.6%
SPI	-14.7%
Nikkeï	-6.7%
Chine	-10.0%
MSCI Emergents	-17.9%

OBLIGATIONS

CHF Corp	-7.2%
US Govt	-9.8%
US Corp	-14.6%
US HY	-12.6%
EUR Gvt	-14.1%
EUR Corp	-12.1%
EUR HY	-12.1%

DEVISES

USD index	+8.7%
EURUSD	-6.9%
EURCHF	-2.4%
USDCHF	+4.9%
USDJPY	+17.3%
EM FX	-1.6%

MATIERES PREMIERES

Or	+0.5%
Argent	-7.9%
Pétrole	+46.2%
Cuivre	-15.1%
CRB index	+28.5%

Château de cartes

En règle générale, le resserrement de la politique monétaire agit avec du retard sur l'économie réelle. Cependant, cette fois-ci c'est différent. Nous constatons déjà les effets du changement soudain de la Fed. JPMorgan Chase licencie des centaines d'employés dans son département de prêts immobiliers, et elle n'est pas la seule. Wells Fargo, le plus grand prêteur hypothécaire américain, réduit également sa division. Plus tôt dans le mois, 2 grands courtiers immobiliers américains (Compass et Redfin) ont annoncé leur intention de réduire leurs effectifs compte tenu de signaux clairs d'un ralentissement du marché immobilier.

L'économie réelle souffre

Alors que la Fed a réaffirmé sa volonté de freiner l'inflation en relevant significativement les Fed Funds, les taux hypothécaires ont grimpé en flèche pour atteindre leur plus haut niveau depuis la crise financière mondiale. Le taux hypothécaire fixe à 30 ans est passé temporairement au-dessus des 6,0% la semaine dernière - un pic de 14 ans - contre 3,2% en début d'année. Il n'y a pas que les taux hypothécaires qui grimpent. Les taux sur les cartes de crédit augmentent également pour atteindre environ 20%. Les prêts automobiles et aux petites entreprises suivent.

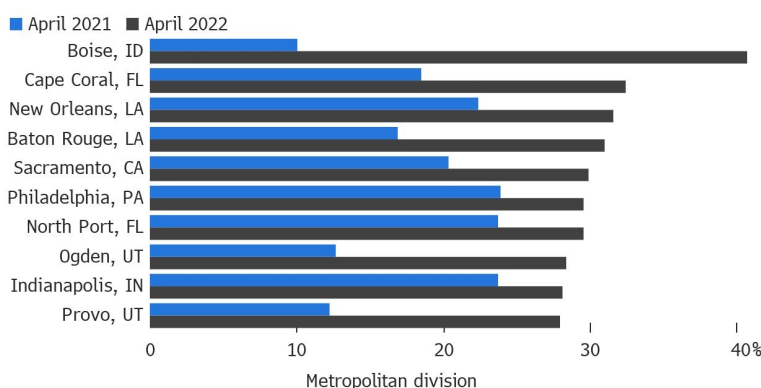
Les ventes des maisons les plus chères se tiennent bien. Par conséquent, un nombre croissant de propriétaires, qui estiment que le marché du logement est en plein essor, se précipitent pour mettre leur maison sur le marché. Mais un contexte plus difficile a déjà contraint près de 20% d'entre eux à baisser les prix en mai, le plus fort taux depuis octobre 2019, selon le courtier Redfin.

De plus, l'un des grands changements qui ont eu lieu pendant la pandémie, la migration accélérée vers les banlieues et les villes moins chères du Sud et de l'ouest des rocheuses, s'atténue maintenant que les travailleurs retournent au bureau et sur les lieux de travail.

Les pressions baissières sur les prix des logements refont surface

Sellers Drop Prices

The share of homes for sale with price cuts is climbing in once-hot areas



Source : Redfin, Bloomberg

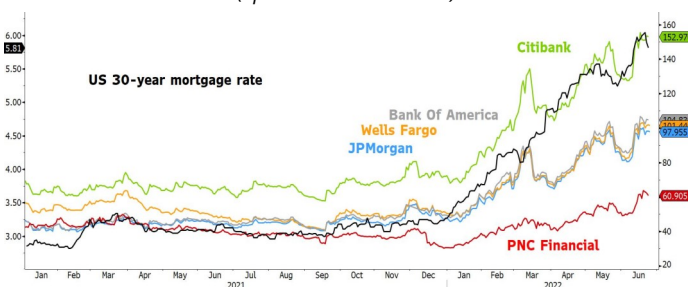
La plupart des données publiées sur le logement aux États-Unis ces dernières semaines montrent un tassement de la demande. Le nombre total de mises en chantier a chuté de 14 % en mai pour s'établir à 1,5 million d'unités, un niveau relativement élevé, mais le plus bas depuis avril 2021. Les mises en chantier de maisons individuelles ont chuté de 9,2%, la troisième baisse mensuelle consécutive et une baisse de 5,3% d'une année sur l'autre. Les ventes de maisons existantes ont reculé de 3,4% en mai à 5,41 millions d'unités par an. Les ventes de maisons anciennes sont maintenant retombées à leur niveau d'avant la pandémie. L'indice NAHB du marché du logement - une enquête utilisée pour prendre le pouls du marché du logement - a chuté de deux points à 67 en juin, marquant la sixième baisse mensuelle consécutive et son plus bas niveau depuis juin 2020.

La hausse des prix et des taux d'intérêt ont réduit l'accessibilité à l'immobilier résidentiel

Les marchés tirent la sonnette d'alarme

L'attitude/l'état d'esprit des consommateurs n'est pas le seul outil tangible pour mesurer l'efficacité du resserrement de la politique monétaire de la Fed. Powell a répété ces derniers mois que le resserrement des conditions financières, qui se sont considérablement comprimées cette année, aura un impact sur l'ensemble de l'économie.

Taux hypothécaire et prime de crédit bancaire US (spreads CDS 5 ans)



Les taux hypothécaires plus élevés, qui sont généralement considérés comme un indicateur positif pour le secteur bancaire, ajoutent de la pression sur leurs bilans. Même si les ratios prudentiels demeurent très élevés, les risques de saisies poussent les spreads de crédit des principales banques américaines à l'écartement. L'indice MOVE, qui mesure la volatilité des bons du Trésor, a atteint son plus haut niveau depuis 2020, ajoutant une pression sur les budgets de risque des institutions financières. Enfin, la courbe des taux US continue d'envoyer des signes clairs

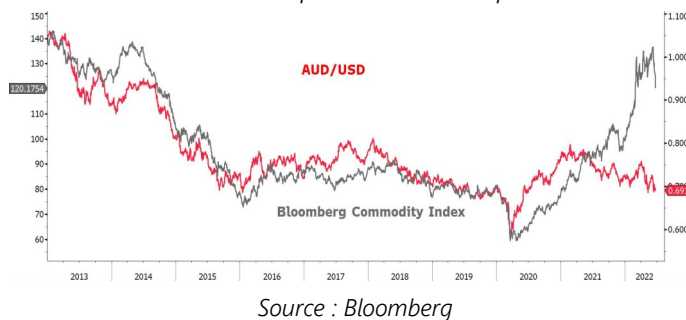
de ralentissement économique. Le différentiel de taux entre le 10 et le 2 ans est redescendu proche de zéro. Un signal de risques croissants de récession.

- *Un choc immobilier gèlerait l'octroi de prêts bancaires à mesure que le risque de créances douteuses augmenterait*
- *La chute des prix de l'immobilier éroderait la richesse des ménages, saperait la confiance des consommateurs et pourrait freiner la conjoncture*

Devises. Sale temps pour les devises dites matières premières

L'AUD a reculé contre l'ensemble des devises du G10 la semaine dernière malgré la vague de communication de la RBA. La RBA a renforcé son message de multiples nouvelles hausses de taux à venir. Le compte rendu de la réunion du 7 juin a montré une discussion intense en faveur du maintien de hausse de taux de 25pbs. Le gouverneur Lowe a rejeté les anticipations de marché, affirmant que la discussion de la réunion du 5 juillet serait probablement à nouveau entre 25 et 50pbs. Ce commentaire, accompagné d'une réduction globale de l'exubérance, a réduit les attentes. Les anticipations pour décembre, après avoir atteint un pic à 3,9%, sont revenues à 3,25%.

Lien entre AUD et prix des matières premières



Plusieurs thèmes familiaux peuvent expliquer la récente faiblesse de l'AUD, comme la chute du prix des matières premières, le resserrement agressif des banques centrales, le ralentissement de la croissance mondiale et les marchés boursiers mondiaux sous pression. Les risques de récession ont également fait chuter les prix des métaux comme le cuivre, l'aluminium, le nickel, le minerai de fer et le pétrole.

En Norvège, la banque centrale a accéléré le rythme de son resserrement monétaire, en relevant de 50pbs les taux pour la 1ère fois, après avoir opéré trois hausses de 25pbs depuis septembre dernier. C'était plus que ce à quoi

s'attendait le consensus, mais cela n'a pas été un énorme choc car la plupart des indicateurs suivis par la Norges Bank ont été nettement plus forts qu'en mars. Elle a également mis à jour ses projections de taux avec un objectif de taux terminal de 3,0% d'ici mi-2023.

Une nette déconnexion en période de stress



Source : Bloomberg

La réaction de l'EUR/NOK est apparue comme plutôt contre-intuitive compte tenu de la surprise restrictive, le taux de change remontant rapidement à 10,50 après une baisse brève et très contenue.

La NOK est 10% plus faible que ce que la banque centrale attendait en mars en termes de taux de change pondéré par les échanges commerciaux, alors que les fortes anticipations de resserrement des US et de l'Europe ont conduit à une réponse plus agressive de la Norges Bank. L'inflation a également dépassé les attentes. Le seul élément qui n'a pas beaucoup changé par rapport aux prévisions de mars est le prix du pétrole. Le caractère peu liquide de la NOK la rend peu attrayante dans un contexte instable.

- *L'AUD est probablement plus vulnérable aux craintes de récession que toute autre devise*
- *Malgré une Norges Bank plus restrictive, la NOK devrait rester sous pression à court terme. Il faudra une certaine stabilisation du sentiment mondial pour que la NOK renoue avec des fondamentaux très porteurs*

Devises. L'exception japonaise

La décision de la BoJ de maintenir sa politique inchangée illustre la détermination de la banque centrale à laisser remonter l'inflation et que la dépréciation du yen ne suffit pas à justifier un resserrement monétaire. Comme d'autres grandes banques centrales, la BoJ ne cible pas le taux de change. L'inflation s'est accélérée, mais la croissance des salaires n'a encore guère réagi. Les salaires en avril ont progressé de 1,7% contre 2,0% en mars et 1,4% un an plus tôt. L'inflation a augmenté (en avril à 2,5 %), mais les

pressions inflationnistes sous-jacentes restent modérées (2,1 %) et hors énergie restent modestes à 0,8 %. L'inflation des services PPI à 1,7% ne signale pas une situation inflationniste inquiétante.



Source : Bloomberg

Avant d'abandonner sa politique de contrôle de la courbe des taux, la BoJ devra constater une intensification des pressions inflationnistes au cours de l'été. La BoJ voudra également s'assurer que la reprise économique est intacte. En avril, la production industrielle a chuté même si l'indice est plutôt stable depuis le début de l'année. La vigueur récente des commandes de machines-outils est encourageante, mais encore une fois, l'image pour 2022 reste jusqu'à présent contrastée.

JPY et différentiel de taux



Source : Bloomberg

La BoJ devrait donc rester la dernière colombe, attendant une intensification des pressions inflationnistes et de la reprise économique avant de resserrer sa politique. À court terme, seul le marché obligataire américain restera donc aux commandes.

- *Avec une BoJ attachée à sa politique très accommodante, le JPY continuera d'être dépendant de facteurs externes*

Actions. Un rallye de fin de semestre avant la poursuite de la baisse ?

Un rallye se justifiait la semaine dernière : des indices survendus, des indicateurs de sentiment des investisseurs

historiquement bas et un 1^{er} semestre parmi les pires en termes de performances. Il a surtout bénéficié d'un recul du 10 ans US de 3.5% à 3%. Ce rallye pourrait se poursuivre dans les prochains jours, mais nous restons toujours dans un schéma de rallye dans un *bear market*.

Historiquement, le 3^{ème} trimestre d'une année d'élections intermédiaires, les *mid-terms*, aux Etats-Unis est défavorable aux actions, avec beaucoup de volatilité. Les derniers sondages montrent des gains républicains dans les 2 chambres du Congrès. Un Congrès républicain signifierait une paralysie de l'Administration Biden.

Dans 2 semaines, la publication des résultats commencera. On attend des révisions des profits à la baisse, mais pour le moment elles ne se manifestent pas, étonnamment. On reste sur +10.4% en 2022 et +9.3% en 2023. Il nous semble inéluctable que les profits vont reculer avec la crise énergétique et alimentaire globale, l'inflation, la guerre en Europe et les disruptions multiples. Mais il est vrai que c'est la grande inconnue, car les profits des sociétés et les marges ont fait preuve d'une très grande résilience depuis plusieurs trimestres, voire années, et d'une extraordinaire capacité de rebond à la sortie de la crise sanitaire, qui n'est pourtant pas terminée. L'inflation et la baisse des prix des actions et des obligations commencent à peser sur le moral des consommateurs qui deviennent plus prudents. Walmart et Target avaient déjà signalé au 1^{er} trimestre que les consommateurs avaient réduit leurs dépenses sur les produits discrétionnaires (électroménager, automobile, électronique, ...).

Le risque d'un débordement du conflit ukrainien est réel. La décision lituanienne de bloquer les biens sous sanctions occidentales qui traverse la Lituanie par le chemin de fer à destination de l'enclave russe de Kaliningrad a rendu les Russes furieux. La réponse russe a été l'annonce d'envoi dans les prochains mois en Biélorussie de missiles Iskander capables de transporter des charges nucléaires. Les tensions sur Kaliningrad inquiètent l'OTAN. La Russie pourrait s'emparer du Corridor de Suwalki, reliant la Biélorussie à Kaliningrad, et bloquer ainsi les mouvements terrestres entre la Pologne et les pays baltes. L'intervention de l'OTAN par la mer et les airs serait compliquée, car Kaliningrad est le port d'attache de la flotte russe de la Baltique et qu'une « bulle A2AD » (Anti-Access Area-Denial), basée sur des systèmes de défense aérienne performants (S-300 et S-400) y a été installée. À cela, il faut aussi compter la base aérienne russe installée en

Biélorussie. Bref, on se rapprocherait sans aucun doute d'un conflit OTAN-Russie.



Concernant la stratégie nucléaire, l'OTAN est dans le « tout ou rien », soit une stratégie de dissuasion avec des armes nucléaires stratégiques. La Russie a une stratégie nucléaire à 2 niveaux : des armes nucléaires tactiques, utilisables sur un champ de bataille, et des armes stratégiques. Les Européens ont jusqu'à aujourd'hui vécu dans le déni avec la stratégie nucléaire russe, pourtant bien connue depuis 2000.

Le G7 poursuit ses sanctions contre la Russie. La dernière est une interdiction des importations d'or russe. Pour « saluer » cette nouvelle sanction et la réunion du G7 et de l'OTAN, la Russie a lancé dimanche dernier des missiles sur des immeubles résidentiels de Kiev.

Avec la forte diminution des exportations russes de gaz, l'Europe est au bord d'une crise énergétique majeure. TotalEnergies, EDF et Engie lancent un puissant cri d'alarme et demandent aux Français de réduire immédiatement leur consommation de carburant, pétrole, électricité et gaz. Les pays européens tentent de remplir leurs réserves de gaz pour l'hiver prochain. L'Allemagne est également très alarmiste. Nous ne comprenons pas pourquoi l'Europe ne prend pas des mesures de rationnement, comme celles préconisées par l'Agence internationale de l'énergie. Le risque de récession devient inévitable en Europe.

- *A court terme, les indicateurs techniques expliquent un rebond des indices*
- *L'inflation, la situation géopolitique et la crise énergétique en Europe (on n'en serait qu'au début) justifient une grande prudence*
- *Le cycle économique justifie un positionnement sectoriel défensif, Consommation de base, Santé et Services publics*



Contact for Switzerland

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Genève
t +41 22 906 81 81

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
t +41 22 906 81 50

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Berne
t +41 58 404 29 41

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
t +41 27 329 00 30

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zurich
t +41 43 322 15 80

info@pleion.ch ♦ www.pleion.ch

Contact for Luxembourg

2A rue Jean Origer ♦ L-2269 Luxembourg
t +352 262 532 0

info@bcblux.lu ♦ www.bcblux.lu

Contact for Monaco

11 avenue de la Costa ♦ 98000 Monaco
t +377 92 00 25 00

contact@pleion.mc ♦ www.pleion.mc

Contact for Mauritius

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter
Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Bay 30529
Republic of Mauritius
t +230 263 46 46

info@pleion.mu ♦ www.pleion.mu

Disclaimer - Ce document est uniquement à titre d'information et ne peut en aucun cas être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de PLEION SA.