

PERFORMANCES 2022
ACTIONS

MSCI Monde	-13.5%
S&P 500	-13.3%
Nasdaq	-21.2%
Stoxx 600	-8.5%
SPI	-5.8%
Nikkeï	-6.9%
Chine	-18.7%
MSCI Emergents	-12.6%

OBLIGATIONS

CHF Corp	-4.6%
US Govt	-8.5%
US Corp	-12.7%
US HY	-8.2%
EUR Gvt	-9.9%
EUR Corp	-7.9%
EUR HY	-6.6%

DEVISES

USD index	+7.9%
EURUSD	-7.3%
EURCHF	-1.2%
USDCHF	+6.6%
USDJPY	+13.1%
EM FX	-1.1%

MATIERES PREMIERES

Or	+3.1%
Argent	-2.3%
Pétrole	+37.7%
Cuivre	-3.7%
CRB index	+32.7%

Revanche de la macro

L'inflation fait un retour remarqué et destructeur

Les politiciens en sont obsédés et subissent le feu de leurs électeurs à mesure que leur pouvoir d'achat fond. Biden en fait l'expérience quotidiennement et risque de subir un revers électoral majeur en novembre prochain.

Elle torture aussi les banquiers centraux, coupables de l'avoir sous-estimée pendant bien trop longtemps. Au T1 2021, la Fed prévoyait encore un taux d'inflation annuel d'environ 2% pour 2021 et 2022 !

Projections de la Fed à la fin du 1er trimestre 2021

Variable	Median ¹				Central Tendency ²			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8-6.6	3.0-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2-4.7	3.6-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2-2.4	1.8-2.1	2.0-2.2	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.2	2.0	2.1		2.0-2.3	1.9-2.1	2.0-2.2	
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1	
Memo: Projected appropriate policy path								
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-0.9	2.3-2.5
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5

La Fed, comme la BCE dans une certaine mesure, a complètement « raté le puck » en 2021

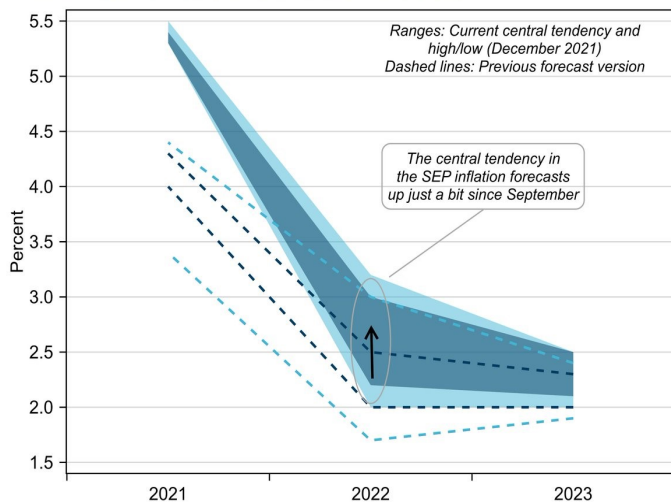
Elle n'a pas anticipé la résurgence de fortes pressions inflationnistes cycliques

Panique chez les maestros de la monnaie

Pendant quelques semaines entre la fin 2021 et le début de l'année, la Fed a tenté de rassurer en : 1) reconnaissant implicitement le dérapage des prix, tout en 2) le considérant comme étant - relativement - de court terme.

Décembre 2021 : les prévisions contorsionnistes de la Fed sur l'inflation

Federal Reserve FOMC's PCE inflation forecasts



Source : Macrobond, Federal Reserve and Handelsbanken

La guerre en Ukraine deux mois plus tard a rendu ce scénario invraisemblable, avant même que la dure réalité des chiffres ne démontre - une fois de plus - l'inanité des prévisions de la Fed.

Paradoxalement, la confusion autour de l'invasion de l'Ukraine a sauvé la crédibilité de la Fed !

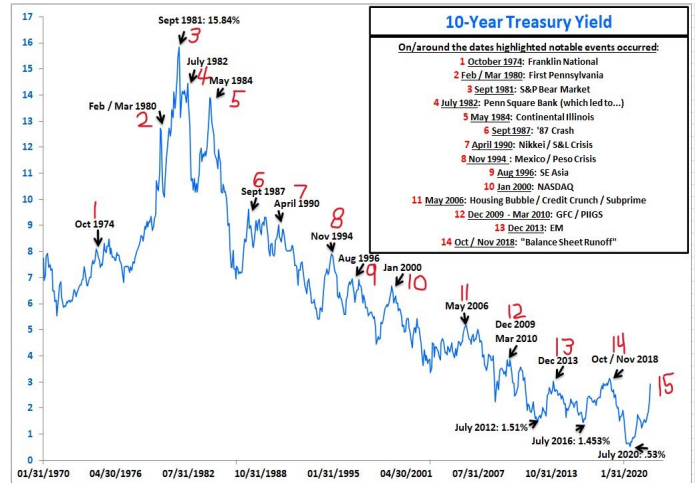
Il sera difficile de remettre le génie de l'inflation dans sa bouteille

Un virage - large - en mode révolte

Les marchés obligataires ont amorcé le processus. Les taux courts et longs ont récemment augmenté de façon spectaculaire. Cela constitue soudain une menace sérieuse pour 1) le marché immobilier et 2) le refinancement de l'administration Biden.

Le temps du déni est terminé. D'autant que Wall Street vacille et que le dollar s'envole, ce qui n'est pas de bon augure en général, notamment pour la solvabilité des pays émergents fragiles. Par le passé, une telle remontée vertigineuse des taux a provoqué des événements économiques/financiers désagréables....

Hausse des taux. Est-ce que quelque chose est sur le point de casser cette fois ?



Source : Bianco Research

L'avenir dira si la Fed a perdu le contrôle de l'inflation et sera obligée de provoquer une récession/un accident

Ce qui est certain, c'est que la Fed n'est plus en mesure, contrairement à la décennie précédente, de réprimer la volatilité des marchés

- *Après plus d'une décennie d'insignifiance, les évolutions macroéconomiques sont devenues le facteur critique pour investir*
- *Les risques d'un "accident" sont importants*
- *L'immobilier résidentiel américain est à risques. Des signes de craquements potentiels (JPY, Yuan) se développent également en Asie*
- *Des opportunités d'investissement "séculaires" se présenteront au cours des prochains mois pour les investisseurs qui auront gardé assez de "poudre sèche" pour en profiter*

Obligations. Le resserrement de la BCE arrive rapidement

La Banque centrale européenne a supprimé ses mesures de soutien cette année à un rythme le plus lent possible. La flambée de l'inflation pousse désormais les décideurs politiques à agir. Ils souhaitent désormais mettre fin au plus vite à leur programme d'achat d'obligations et remonter les taux directeurs dès juillet. Le grand obstacle jusqu'à présent à été leurs prévisions de plus long terme indiquant toujours que l'inflation reviendrait sous l'objectif de la BCE de 2,0% au cours des deux prochaines années. Les membres du Conseil des gouverneurs ont longtemps reproché à la BCE de sous-estimer l'inflation.

Le taux d'inflation n'a pas poursuivi sa rapide ascension des derniers mois. La flambée des prix du carburant, de l'électricité et du gaz à partir de début mars au début de la guerre en Ukraine a été suivie de légers reculs et de mesures gouvernementales visant à réduire les taxes sur l'énergie. Cela s'est traduit par une légère modération de la composante énergétique de l'inflation. Les inquiétudes demeurent pour les mois à venir. La récente flambée des prix du gaz suite à la décision de la Russie de couper son approvisionnement à la Pologne et la Bulgarie illustre qu'il est possible que les prix de l'énergie augmentent à nouveau avec la poursuite de la guerre.

L'impact sur l'inflation cœur reste essentiel et inquiète la BCE. Les effets de second tour et les problèmes de chaîne d'approvisionnement s'ajoutent à des augmentations rapides des prix des biens et services, ce qui a fait bondir les prix sous-jacents de 2,9% en mars à 3,5% en avril. Les problèmes de la chaîne d'approvisionnement devant durer plus longtemps et s'aggraver à nouveau en raison des confinements chinois et de la guerre, l'inflation cœur devrait augmenter pendant la majeure partie de l'année.

Cette généralisation de l'inflation élevée renforce la pression sur la BCE pour qu'elle agisse rapidement, même si cette inflation reste enracinée dans des problèmes d'offre. Les choses bougent. De nouvelles estimations - partagées par l'économiste en chef Philip Lane le 14 avril - ont montré que l'inflation surpassera l'objectif jusqu'en 2024. La BCE semble désireuse de lutter contre les effets de second tour et de maintenir les anticipations d'inflation ancrées autour de 2,0%. Alors que l'économie reste faible et que ce n'est pas un environnement dans lequel la BCE peut augmenter les taux autant que la Fed, il ne faut pas s'attendre à ce que la BCE patiente davantage. Une première hausse devrait avoir lieu en septembre, si les perspectives économiques ne se détériorent pas sensiblement à compter de maintenant. C'est un grand "si", bien sûr, la guerre ajoute une énorme incertitude aux perspectives économiques européennes.

Les marchés s'attendent à des hausses d'environ 85pbs cette année, ce qui ramènerait le taux de dépôt de -0,5% vers le territoire positif pour la première fois depuis 2014. Une normalisation implique un retour au taux d'intérêt neutre. Il est estimé par la BCE entre 1% à 1,25%. Tous les décideurs de la BCE ont toutefois souligné que les perspectives pourraient radicalement changer d'ici là, car

l'invasion de l'Ukraine par la Russie est une menace persistante pour la confiance et la pandémie de COVID-19 n'est pas non plus terminée.

Courbes de taux américains et européens



Source : Bloomberg

- *La pression monte sur la BCE pour qu'elle agisse le plus tôt possible*
- *La courbe des taux européens a un retard d'un an sur celle des États-Unis. La courbe des taux va s'aplatir*

Actions. Détérioration des conditions techniques

Vendredi, le S&P 500 a cassé son support des 4'160, ouvrant la voie aux 3'660 (-12%). Le Nasdaq avait déjà cassé un support important à 12'500 et l'indice se trouve en *bear market*. Les indices européens globaux résistent mieux. Les segments Value/cycliques/défensifs se comportent mieux en relatif que les segments Croissance (Technologie, Médias).

Les résultats du S&P 500 du 1T22 sont toujours favorables avec 80% des sociétés qui ont eu des profits supérieurs aux estimations. Les profits devraient augmenter de 7.1%, au-dessus des 4.7% estimés avant le début de la période de publications. Les secteurs Finance et Consommation durable ont enregistré des reculs des profits de respectivement -21% et -34%, alors que ceux de l'Énergie progressent de 260%, les Matériaux 39% et l'Industrie 32%.

Les compagnies pétrolières et gazières affichent des profits gigantesques, malgré des correctifs de valeur sur les actifs russes, et une forte génération de liquidités, permettant d'accroître les rachats d'actions et d'augmenter les dividendes.

Amazon a publié des résultats décevants. Le cours a reculé de 27% par rapport au plus haut de 2022 et 35% par rapport au plus haut historique de novembre 2021. Depuis juillet, le cours de l'action a évolué dans une bande

latérale \$3'000-3'700 malgré un objectif moyen des analystes de \$4'500. Les ventes en ligne (66% des ventes du groupe) et Amazon Prime (7% des ventes) poursuivent leur ralentissement observé depuis le 2T21. Le bénéfice d'exploitation du groupe a reculé de 69% à \$3'669 millions, alors que celui de l'activité cloud AWS a progressé à \$6'518 millions, dénotant que les autres activités sont en pertes opérationnelles. Amazon a procédé à un correctif de valeur de \$7.6 milliards sur sa participation dans le fabricant de voitures électriques Rivian, se traduisant par une perte pour le groupe de \$3'844 millions. Les perspectives pour le 2T22 sont mauvaises en raison de l'inflation, des disruptions dans les chaînes d'approvisionnement. La valeur est encore chère à 44x les profits 2022 et 30x ceux de 2023, alors que la croissance des revenus est inférieure à 10% et un profit d'exploitation en contraction. L'action pourrait réintégrer une bande latérale \$1'500-2000.

Comme pour Amazon et Netflix, les résultats d'Apple confirment le ralentissement des ventes depuis le 3T21 (fin juin). C'est surtout un retour à la normale après la période pandémique où les ventes avaient explosé. Les perspectives sont également modérées compte tenu de la guerre en Ukraine, l'inflation et des problèmes dans les chaînes d'approvisionnement. Après \$88.3 milliards en 2021, Apple va racheter pour \$90 milliards d'actions en 2022. Apple est très dépendante de la Chine pour ses chaînes de production et le groupe se pose des questions sur la pérennité de son modèle d'affaires.

Avec le Covid et maintenant la guerre en Ukraine, beaucoup d'entreprises revoient leurs modèles d'affaires : 1) on passe du *just in time* au *just in case*, 2) elles cherchent à produire à proximité des acheteurs, *local for local*, 3) elles veulent passer d'une globalisation totale à une globalisation régionalisée. Les désastres météorologiques font aussi partie de l'équation, car ils sont de plus en plus fréquents et de plus en plus forts, provoquant des perturbations et des retards dans les chaînes d'approvisionnement et le transport. Avant la pandémie, il fallait 17 à 28 jours pour faire venir une paire de chaussures de Shanghai à Los Angeles ; aujourd'hui, il faut entre 28 et 52 jours.

- *Surveiller ces deux prochains jours, si les investisseurs valident ou pas la cassure du support du S&P 500*
- *On reste encore dans l'Energie*
- *Revenir progressivement sur les secteurs défensifs*



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.