

PERFORMANCES 2022
ACTIONS

MSCI Monde	-19.4%
S&P 500	-18.2%
Nasdaq	-25.6%
Stoxx 600	-15.4%
SPI	-14.1%
Nikkeï	-6.9%
Chine	-11.9%
MSCI Emergents	-18.9%

OBLIGATIONS

CHF Corp	-6.6%
US Govt	-9.6%
US Corp	-14.3%
US HY	-12.9%
EUR Gvt	-13.3%
EUR Corp	-11.2%
EUR HY	-13.0%

DEVISES

USD index	+12.4%
EURUSD	-11.0%
EURCHF	-4.5%
USDCHF	+7.3%
USDJPY	+18.8%
EM FX	-5.5%

MATIERES PREMIERES

Or	-5.0%
Argent	-17.8%
Pétrole	+35.6%
Cuivre	-22.3%
CRB index	+23.8%

Nouvelle fracture

L'un freine quand l'autre réaccélère

Les pays occidentaux tentent de vivre avec le virus. Les gouvernements reconnaissent la fatigue de la population face au Covid. La forte augmentation des infections est quasi négligée. Elle le restera très probablement tant que les hôpitaux ne seront pas saturés et que les taux de mortalité ne remonteront pas. Il faudrait probablement une souche plus dangereuse du virus, peut-être d'ici la fin du S2, pour que cette politique change.

Les pays occidentaux, en proie à une surchauffe et à une inflation croissante, tentent d'organiser un atterrissage en douceur. Certains d'entre eux (l'Europe) souffrent de manière disproportionnée de la hausse des prix de l'énergie. Ils veulent maîtriser suffisamment la demande (excessive) pour calmer les prix, mais pas trop pour ne pas provoquer de récession. Les politiques monétaires et fiscales sont devenues définitivement restrictives dans la plupart des pays occidentaux, à l'exception du Japon et de l'Europe, et le resteront pendant un certain temps au moins. Les bilans des banques centrales devraient se dégonfler, ce qui entraînera une nouvelle évaporation des liquidités. La croissance ralentit visiblement et les risques de récession sont devenus importants.

La Chine essaie de se sortir de sa mauvaise situation économique et sanitaire. Le pays commence - discrètement - à assouplir sa politique extrêmement restrictive à l'égard du Covid. Nous connaissons les faiblesses du pays face à la pandémie. Le taux de vaccination est relativement faible et le vaccin chinois n'est pas très efficace. C'est nouveau, la population montre clairement des signes d'exaspération, alors même que les dernières données économiques sont sérieusement inquiétantes. Le Premier ministre a même tenu des propos assez critiques sur la gestion - trop stricte - de la pandémie par les pouvoirs publics. Le parti prend maintenant de petites mesures, sans se déjuger formellement, pour éviter un nouvel engorgement des grands centres de production, notamment Shanghai. Les confinements sont moins sévères, plus courts. Certains secteurs d'activité, jugés prioritaires, font l'objet d'exemptions.

La Chine profite des sanctions occidentales sur les prix du pétrole pour reconstituer ses réserves stratégiques avec une - très - importante décote. La pression inflationniste est limitée, ce qui offre une marge de manœuvre pour les politiques de relance. Ainsi, selon Bloomberg, la Chine envisagerait de stimuler directement son économie en lançant un programme d'infrastructure soutenu par une émission d'obligations de 220 milliards de dollars. Nous nous attendons à ce que la relance s'accélère au cours des prochains mois afin de créer de

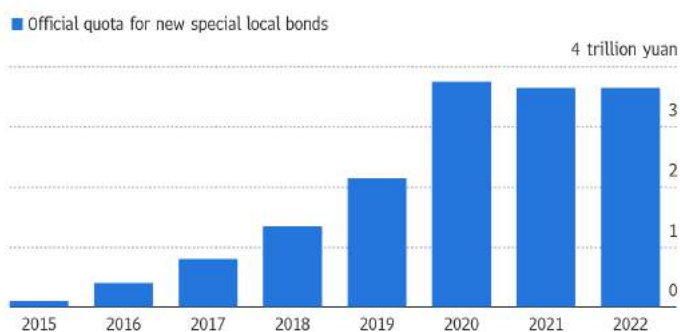
bonnes conditions économiques avant le 20e plénum du Parti qui aura lieu à la fin de l'année, un événement crucial pour Xi qui espère être reconduit dans ses fonctions.

La Chine et les pays occidentaux se sont éloignés l'un de l'autre sur les plans politique, militaire, technologique et financier

Désormais, leurs trajectoires économiques et monétaires vont également prendre des chemins très divergents

Infrastructure Bonds

Quota for new special bonds was unchanged in 2022 from 2021, but sales happened much faster meaning they've mostly already been sold



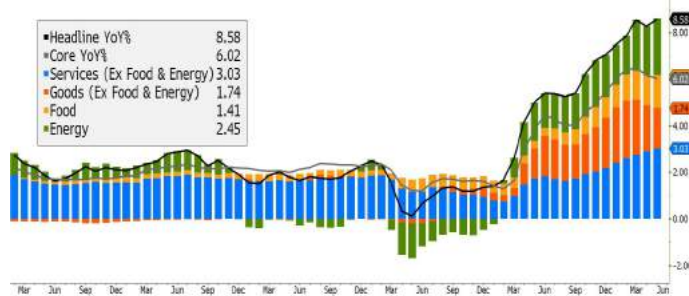
Source : Ministry of Finance, Bloomberg

- *La désynchronisation entre grands pays/blocs rime souvent avec volatilité et turbulence sur les marchés financiers*
- *Les actifs chinois resteront fortement décorrélés des actifs occidentaux. Mais ils pourraient souffrir d'un désintérêt relatif / de flux sortants (prime de risque) en raison des préoccupations géopolitiques / de gouvernance*

Obligations. La Fed combat l'inflation à tout prix

Les minutes de la réunion du FOMC des 14 et 15 juin, lorsque la Fed a relevé ses taux de 75pbs, révèlent une banque centrale concentrée sur la défense de son objectif d'inflation. La Fed a clairement indiqué qu'elle accordait la priorité à l'inflation face à la croissance économique. Le FOMC a reconnu qu'une position plus restrictive pourrait être appropriée si les pressions inflationnistes élevées devaient persister. Il a clairement mis en évidence l'inquiétude face au désancrage des anticipations d'inflation. Alors que de nombreux membres du FOMC craignent que l'inflation s'enracine, ils ont signalé qu'une autre hausse de 75pbs lors du FOMC de juillet est très probable.

Contributeurs à l'inflation américaine



Source : Bloomberg

L'inflation américaine à venir cette semaine sera essentielle. Elle restera à des niveaux très élevés alors que les prix de l'énergie ont augmenté en juin. Le prix moyen du carburant et de l'essence était de 10 % plus élevés qu'en mai, tandis que les prix des matières premières ont plongé. Les prix des services ont augmenté à un rythme soutenu, en partie à cause de la hausse des loyers, qui pourrait approcher d'un pic. D'un autre côté, les pressions sur l'offre se sont atténuées. Selon les enquêtes manufacturières régionales de la Fed, les délais de livraison actuels ont diminué et les coûts du fret entre la Chine et les Etats-Unis ont chuté dans un contexte d'incertitudes concernant la croissance. De plus, le marché du travail ralentit. Les nouvelles offres d'emploi se font rares, les perspectives d'embauche se détériorent également fortement.

Les prix des matières premières jouent un rôle clé dans le récent pic de l'inflation



Source : Bloomberg

Cependant, les choses ont changé depuis la mi-juin. Premièrement, au cours des 2 dernières semaines, les prix des matières premières ont reculé. Alors que les problèmes d'approvisionnement devraient perdurer, les

crainces de récession ont un impact sur les prix. Cela ne concerne pas seulement la sphère des métaux industriels, mais aussi, plus surprenant, les produits agricoles. Même dans le complexe énergétique, nous avons assisté à quelques reculs, même s'ils restent pour l'instant marginaux.

Deuxièmement, les données manufacturières ont confirmé le ralentissement en cours de l'économie américaine. L'indice ISM manufacturier est tombé à 53 en juin, son plus bas niveau des 2 dernières années, et bien en deçà du niveau de 56,1 du mois précédent. Bien qu'il soit toujours en territoire d'expansion, il confirme qu'un ralentissement est en place depuis avril. Les nouvelles commandes et l'emploi ont particulièrement freiné le chiffre de juin. Du côté des services, l'activité commerciale a progressé au cours du mois. L'indice ISM des Services reste au-dessus du seuil des 50 synonyme d'expansion et non de contraction. Cependant, les nouvelles commandes sont également en baisse.

Et enfin, l'indicateur économique avancé le plus pertinent reposant sur les données de marché, la courbe des taux américaine s'est de nouveau inversée. Après s'être légèrement inversée début avril, elle est redevenue négative juste après la publication des dernières minutes de la Fed, alors que le sentiment des investisseurs se détériore.

La hausse rapide des taux hypothécaires a fait des ravages sur l'accessibilité des logements, avec des mensualités plus importantes. Cela se traduit par des mensualités 40% plus élevées pour un nouvel acquéreur dans l'environnement actuel. Des fissures commencent à apparaître. Les données de Realtor.com indiquent un doublement du nombre de maisons qui ont connu des baisses de prix, tandis que les maisons dont les prix ont augmenté ont chuté de 1/3. Les stocks finiront par augmenter, ce qui commencera à exercer une pression à la baisse sur les prix. Tout cela fait partie du processus de "nettoyage", qui contribuera à réduire les coûts du logement.

Si les prix mondiaux des matières premières restent inchangés au cours des prochains mois, leur contribution à l'inflation américaine se tassera.

L'activité économique est un indicateur avancé des anticipations d'inflation



Source : Bloomberg

- *Rester à l'écart des indexées à l'inflation même si elles ont déjà baissé*
- *Privilégier les obligations nominales aux TIPS*

Actions. On reste dans un rally de bear market

Rallye de 6% pour les actions sur 3 semaines. Mais il n'y a pas de quoi être si enthousiaste. Les données économiques américaines ont été fermes la semaine dernière (ISM des services, commandes des biens durables et emploi), signalant qu'il n'y a pas d'urgence pour la Fed d'avoir un discours plus accommodant. Son premier combat reste l'inflation. On se dirige vers des hausses de 75 pb le 27 juillet et 50 pb en septembre. Quant aux profits, ils vont décélérer, voire baisser. Si l'histoire se répète, les indices boursiers se comportent mal lorsque ces deux situations sont réunies (hausse des taux et baisse des profits).

Il y a cependant un facteur positif : tous les cours des matières premières reculent et les anticipations d'inflation se détendent.

MSCI Monde



Source : Bloomberg

Cette semaine sera importante : l'inflation US de juin sortira le mercredi 13 juillet et le 14 juillet débutera la saison des publications de résultats avec les banques US. On aura Pepsico le 12, Delta Airlines le 13, puis le 14

JPMorgan Chase, First Republic Bank, Conagra, Morgan Stanley, American Outdoor Brands, Cintas, Taiwan Semiconductor et le 15 Wells Fargo, Citigroup, PNC Financial, Bank of New York Mellon, U.S. Bancorp, State Street, UnitedHealth.

La grande résilience des profits et des marges de sociétés n'a pas poussé les analystes à revoir leurs estimations de profits. S'il y a des ajustements à la baisse à faire, cela sera durant ce trimestre. Pour les profits US, FactSet et Alpha Lipper restent sur une base de +6% au 2T22, +11% au 3T22 et +10.5% au 4T22.

Pourtant, les premières indications venant d'Asie sont plutôt rassurantes. Les résultats de Samsung ont poussé le secteur des semi-conducteurs grâce à une hausse de 21% des revenus et de 12% du profit opérationnel. TSMC a reporté des ventes plus élevées qu'estimé avec une hausse de 44%, signalant que la demande tient bien mieux que prévu. La demande est forte pour les puces à fortes performances. L'autre taïwanais, Foxconn, a annoncé une progression de 31% de ses ventes en juin et a relevé ses prévisions pour 2022 ; les chaînes d'approvisionnement se stabilisent et les ventes de produits électroniques augmentent, dont celles d'iPhone. Hon Hai Precision Industry anticipe une forte hausse des ventes dans les télécommunications et les serveurs.

Nous restons prudents. Une récession et un recul des profits se traduiront par un recul supplémentaire des actions. Après une baisse de 1.6% du PIB US au 1T22, la Fed d'Atlanta s'attend à une baisse de 1.2% du PIB au 2T22. Dans une récession « normale », les profits ont reculé en moyenne de 20%. Les profits n'ont jamais progressé dans une récession.

Certains analystes considèrent la société WD-40, fabricant de lubrifiants, comme un précurseur des résultats US à venir, avec l'inflation, l'appréciation du dollar et les incertitudes économiques. Ses résultats étaient inférieurs aux estimations avec un recul de 9% des ventes et de 15% du bénéfice net et donc des marges sous pression. Ses ventes en Europe ont diminué de 21% avec la guerre en Ukraine. WD-40 signale aussi l'impact négatif de la force du dollar.

Les autres sociétés internationales devraient subir les mêmes facteurs négatifs.

- *Le rallye pourrait se poursuivre, mais toujours dans une tendance baissière*
- *Les indices boursiers montent dans une dynamique faible*
- *Nous maintenons notre approche défensive*

Matières premières. Chute des prix

Les cours des matières premières chutent depuis quelques mois : -36% pour les métaux industriels depuis mars, -16% pour les métaux précieux depuis avril, -15% pour les produits agricoles depuis mai et -20% pour l'énergie depuis juin.

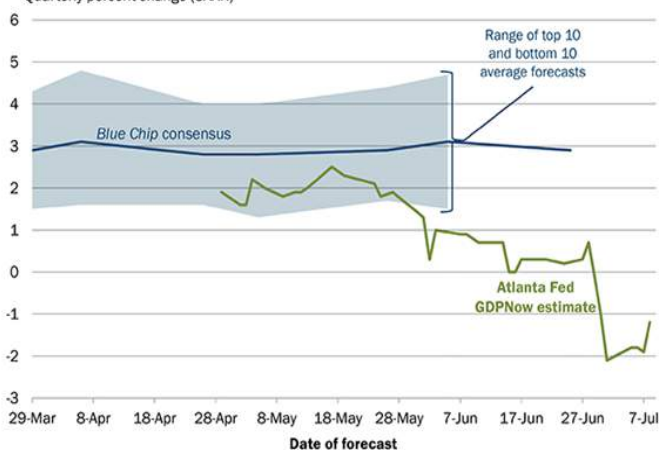


Source : Bloomberg

Même les prix des produits agricoles sensés subir un choc d'approvisionnement en raison de la guerre en Ukraine baissent. Le cours du blé est revenu sur les niveaux d'avant-guerre. Le soja ne bouge pas. Les cours du maïs se redressent un peu, mais à cause de la chaleur en Europe, une céréale qui a besoin de beaucoup d'eau pour croître.

Trois facteurs expliquent principalement ces performances négatives : les anticipations d'une récession globale, des doutes sur la reprise économique chinoise et la force du dollar.

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2022: Q2
Quarterly percent change (SAAR)





Le point positif est les anticipations d'un recul de l'inflation et probablement un pic aux Etats-Unis entre avril et juin.

Les stocks restent tendus sur de nombreuses matières premières, mais les hedge funds les ont vendues massivement dans la crainte d'une récession et d'une destruction de la demande. Ils sont passés de positions acheteuses à des positions vendeuses, même dans l'agriculture, sur le sucre, le cacao et le blé. La semaine du 28 juin, les ventes de contrats futures longs dans l'agriculture ont été les secondes plus importantes historiques. Dans le pétrole, les prix se détendent malgré un avertissement de la banque JPMorgan qui dit que le cours du Brent pourrait atteindre \$380 le baril si la Russie stoppait totalement ses exportations. Sur le cuivre, les positions short ont atteint un plus haut niveau depuis 2015.

- *Les prix des matières premières ne monteront plus, globalement, tant que le marché n'anticipera pas une reprise économique*
- *La Chine est une grosse incertitude pour les métaux industriels*
- *La Russie peut couper totalement ses exportations de gaz vers l'Europe, mais il n'est pas certain que les prix montent fortement, car il pourrait y avoir une forte baisse de la demande*
- *Il y aura des opportunités d'achat, dans quelques mois, car le Supercycle reste valide avec la transition énergétique. A court terme, la récession, la Chine et le dollar sont des vents contraires puissants*



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.