

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 25 SEPTEMBRE 2023

EST-CE QUE NOUS Y SOMMES?

SYNTHÈSE

- La Fed opte pour une pause agressive, les yeux rivés sur l'inflation
- Les marchés redoutent le «shutdown» de l'administration américaine
- Les tensions géopolitiques affectent le marché du pétrole

Mise au point sur les taux

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

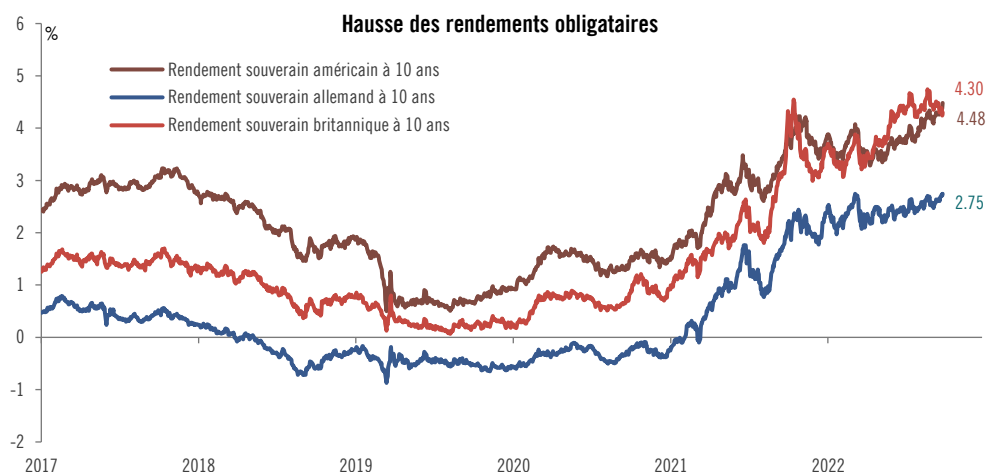
Les investisseurs scruteront ce vendredi l'indice des prix (PCE) hors alimentation et énergie (la mesure d'inflation préférée de la Réserve fédérale) afin de savoir si le cycle de hausse des taux touche à sa fin. Le risque de blocage de l'administration américaine, le fameux «shutdown», menace aussi les marchés, le Parlement américain estimant qu'il reste peu de temps pour trouver un accord permettant de sortir de l'impasse budgétaire. La semaine dernière, la Fed a laissé ses taux inchangés, mais surpris avec une trajectoire en pointillés plus agressive pour 2024. Son Comité de politique monétaire (FOMC) table désormais sur une baisse des taux de 50 pb l'année prochaine, contre 100 pb précédemment. Cette évolution est conforme à notre scénario de taux durablement plus élevés. Face à l'agressivité inattendue de la Fed, le rendement du 10 ans a brièvement atteint 4,5% (un pic depuis 2007), avant de refluer légèrement. Alors que le marché du travail demeure tendu, la Fed a également relevé de 1,0% à 2,1% ses projections de croissance pour 2023. **Nous sous-pondérons les petites capitalisations, plus sensibles aux taux en raison d'une dette à taux variable plus importante.** Les petites capitalisations et le Nasdaq ont enregistré des pertes hebdomadaires supérieures à 3%. Les secteurs cycliques ont cessé de surperformer les secteurs défensifs, les marchés s'inquiétant de l'impact de taux durablement élevés.

En Europe, la Banque d'Angleterre a laissé son taux directeur inchangé à 5,25%, tout en précisant que la politique monétaire devait être «suffisamment restrictive suffisamment longtemps». De fait, elle a décidé d'accélérer son resserrement quantitatif. De son côté, la Banque nationale suisse a estimé que le resserrement des derniers trimestres freinait l'inflation et maintenu ses taux inchangés. Cette décision surprise de la BNS a affaibli le franc suisse, qui a abandonné plus de 1% par rapport au dollar. **Nous sommes négatifs vis-à-vis du franc suisse.** Le Parlement néerlandais a approuvé une proposition visant à imposer une taxe bancaire, ce qui a plombé les grands établissements de crédit.

Le conflit entre l'Arménie et l'Azerbaïdjan – riche en pétrole – au sujet de la région du Haut-Karabakh a attisé les tensions affectant le marché pétrolier la semaine dernière. Si un cessez-le-feu a été négocié, la dégradation de la situation géopolitique, ici comme ailleurs, obscurcit les perspectives des marchés. Les prix du pétrole restent soutenus par les réductions de production et la diminution des exportations russes. **Nous maintenons notre objectif de 95 dollars pour le baril de Brent en fin d'année.** Autre signe d'un environnement géopolitique de plus en plus tendu, le différend diplomatique entre l'Inde et le Canada s'est aggravé. Au Brésil, la banque centrale a abaissé son taux directeur de 50 pb pour la deuxième fois. Les pays d'Amérique latine ont devancé la hausse des taux de la Fed de 12 à 18 mois et conservent cette avance dans la phase d'assouplissement. **Nous surpondérons les obligations émergentes en devise locale.**

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LES TAUX RESTERONT DURABLEMENT ÉLEVÉS

Dans le sillage de la fermeté affichée par la Fed la semaine dernière, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a brièvement atteint 4,5%, son niveau le plus élevé depuis 2017. Cette envolée s'explique principalement par la hausse des taux réels due à la bonne tenue de l'économie américaine, ainsi que par l'agressivité d'une Fed qui s'est montrée implacable dans sa lutte contre l'inflation. En revanche, les rendements des Gilts britanniques ont baissé, alors que la Banque d'Angleterre déplorait les effets secondaires durables de la hausse des taux, tout en restant déterminée à maintenir une politique monétaire «suffisamment restrictive suffisamment longtemps».



MACROÉCONOMIE: MOROSITÉ AMBIANTE

L'activité économique demeure atone en Europe

Les indices des directeurs d'achat (PMI) de S&P Global ont montré que l'activité des entreprises s'était à nouveau contractée, même si l'indice composite a progressé de 46,7 en août à 47,1 en septembre. Le PMI du secteur manufacturier (43,4) a reflété une activité atone, tandis que le PMI des services (48,4) atteignait son plus haut niveau en deux mois.

L'économie américaine garde la tête hors de l'eau

Le PMI manufacturier de S&P Global pour les Etats-Unis s'est amélioré de 47,9 en août à 48,9 ce mois-ci, tout en restant en territoire de contraction. Le PMI des services ayant légèrement reculé, le PMI composite s'est établi à 50,1, soit une baisse limitée par rapport au niveau de 50,2 affiché en août. Parallèlement, les ventes de logements existants ont fléchi de 0,7% en août par rapport au mois précédent, mais plongé de 15,3% en rythme annuel.

L'économie britannique demeure indécise

Au Royaume-Uni, l'inflation globale s'est établie à 6,7% en rythme annuel en août, contre 6,8% en juillet. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a chuté plus fortement, passant de 6,9% à 6,2%. Autre bonne nouvelle, la dette publique s'est avérée inférieure aux anticipations en août, grâce à l'augmentation des recettes de l'Etat. Mais les PMI préliminaires ont signalé une récession, avec une baisse de l'activité dans les services qui a fait chuter l'indice composite à 46,8 en septembre, son niveau le plus bas depuis 32 mois.

MARCHÉS: SIGNES DE NERVOUSITÉ

Les actions déstabilisées par les signaux émis par la Fed

Les actions américaines ont mal accueilli le ton agressif adopté par la Fed la semaine dernière, le S&P 500 clôturant une troisième semaine négative d'affilée par un recul de 2,9%¹ (en USD). Les autorités monétaires ont réduit l'ampleur des baisses de taux envisageables l'année prochaine, tout en refusant d'exclure de nouvelles hausses de taux d'ici la fin de cette année. Les responsables de la Fed ont en outre relevé leurs anticipations de PIB, se montrant plus confiants dans la capacité de l'économie américaine à supporter des taux durablement élevés et dans la possibilité d'un «atterrissage en douceur». Si l'hypothèse d'une légère récession ne peut être écartée, la thèse de la Fed semble confirmée par l'activité des entreprises américaines, le PMI de septembre étant demeuré supérieur à 50. Mais les marchés restent nerveux, car les hausses de taux se répercutent sur l'économie par le biais d'une augmentation des coûts d'emprunt. La flambée des rendements obligataires qui a suivi

l'ajustement de la trajectoire en pointillés des taux de la Fed a notamment plombé les valeurs de croissance et les valeurs cycliques, le Nasdaq enregistrant une chute hebdomadaire de 3,6%² (en USD). Dans ce contexte, le scepticisme entourant les valorisations des entreprises technologiques n'a fait que se renforcer. Certains indices en dehors des Etats-Unis se sont mieux comportés: le FTSE 100, qui inclut de nombreuses multinationales, a limité son recul à 0,4%³ (en livres), et le CSI 300 chinois a progressé de 0,4%⁴ (en dollars), aidé par l'amélioration de plusieurs indicateurs économiques. Alors que les marchés sont confrontés à la perspective de taux durablement élevés, la qualité de la gestion des risques est désormais primordiale.

Les obligations sont malmenées

Les rendements des bons du Trésor américain se sont envolés dans le sillage de la fermeté affichée par la Fed la semaine dernière, le rendement du 10 ans atteignant brièvement 4,5%, son niveau le plus élevé depuis 2007. Le rendement du 2 ans, plus sensible à la politique monétaire, a également augmenté pour s'établir à 5,11% en fin de semaine. Dans ce contexte, les bons du Trésor indexés sur l'inflation, qui offrent un rendement supérieur à 3% pour l'échéance à deux ans, semblent attractifs. La Fed a marqué les esprits en ajustant sa trajectoire en pointillés la semaine dernière: les autorités monétaires anticipent désormais un taux des Fed Funds à 5,13% à la fin de l'année prochaine, ce qui excède les anticipations du marché et se situe seulement 20 pb sous le niveau actuel. Cet ajustement a douché les espoirs d'une vigoureuse campagne de baisse des taux l'année prochaine et provoqué la déroute des marchés obligataires, y compris en Europe, où le rendement du Bund allemand a atteint un sommet de 10 ans à 2,74%. L'approche de la date butoir du 1^{er} octobre pour l'adoption d'un nouveau plan de financement de l'administration fédérale américaine contribue également à rendre les marchés obligataires très volatils. Mais certains emprunts d'Etat tirent leur épingle du jeu, puisque les rendements des obligations britanniques et suisses ont baissé suite au statu quo adopté par la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse.

La BNS fait baisser le franc suisse

Le franc suisse et la livre ont plongé face à l'euro la semaine dernière après les décisions de la Banque d'Angleterre et de la Banque nationale suisse (BNS) de laisser leurs taux directeurs inchangés, contrairement aux attentes du marché. La vigueur du franc, alors que les perspectives économiques de la Suisse ne cessent d'inquiéter, pourrait avoir incité la BNS à se montrer plus souple. Le yen a également souffert de l'inaction des autorités monétaires et des commentaires quelque peu pessimistes du gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda. Cela étant, la Banque du Japon est de plus en plus dépendante des données et il semble évident que les perspectives d'inflation auront, tôt ou tard, une forte incidence sur le yen. Bien que la Fed ait également laissé ses taux inchangés, sa fermeté a conduit les marchés à envisager une date plus éloignée pour la première baisse des taux. La hausse des rendements obligataires consécutive aux déclarations de ses responsables, ainsi que l'affaiblissement de l'appétit pour le risque au niveau mondial, ont favorisé le dollar, aujourd'hui valeur refuge à haut rendement.

PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, SEPTEMBER 2023](#)

[BANK OF JAPAN, JAPANESE GOVERNMENT BONDS AND YEN \(22 SEPTEMBER 2023\)](#)

[TREASURY YIELDS COULD DROP BACK, BUT REMAIN STRUCTURALLY HIGHER \(12 SEPTEMBER 2023\)](#)

[CHINA'S ECONOMY COULD STABILISE \(11 SEPTEMBER 2023\)](#)

[POSITIVE ON LOCAL-CURRENCY EM BONDS \(05 SEPTEMBER 2023\)](#)

[CHINA: NO SYSTEMIC FINANCIAL RISK, BUT LOWER LONG-TERM GROWTH \(05 SEPTEMBER 2023\)](#)

[US MACRO UPDATE \(31 AUGUST 2023\)](#)

[THE CASE FOR ASIA FIXED INCOME \(30 AUGUST 2023\)](#)

[BECOMING MORE UPBEAT ABOUT THE EURO PERIPHERY \(11 AUGUST 2023\)](#)

[WHAT'S WRONG WITH CHINA'S POST-COVID RECOVERY AND HOW TO DEAL WITH IT? \(03 AUGUST 2023\)](#)

[IS JAPAN FINALLY AT AN INFLECTION POINT? \(02 AUGUST 2023\)](#)

[CURRENCIES: US DOLLAR \(20 JULY 2023\)](#)

[ITALY'S BELT AND ROAD CONUNDRUM \(11 JULY 2023\)](#)

[HIGH-YIELD BONDS: RESILIENT FOR HOW LONG? \(10 JULY 2023\)](#)

¹ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Past performance, S&P 500 Composite (net 12-month return in USD): 2018, -4.38%; 2019, 31.5%; 2020, 18.4%; 2021, 28.7%; 2022, -18.1%.

² Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Past performance, Nasdaq Composite (net 12-month return in USD): 2018, -2.8%; 2019, 36.7%; 2020, 44.9%; 2021, 22.2%; 2022, -32.5%.

³ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Past performance, FTSE 100 Index Total Return (net 12-month returns in GBP): 2018, -8.73%; 2019, 17.3%; 2020, -11.5%; 2021, 18.4%; 2022, 4.7%.

⁴ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Past performance, CSI 300 Index Total Return (net 12-month returns in USD): 2018, -27.6%; 2019, 37.2%; 2020, 38.4%; 2021, -1.0%; 2022, -26.5%.

DISCLAIMERS

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 2023.