

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 7 NOVEMBRE 2022

LES TAUX GRIMPENT

SYNTHÈSE

- La Fed continuera à relever ses taux...
- ... mais les banques centrales deviennent plus prudentes
- Pleins feux sur les élections américaines de mi-mandat

Plus lentement, plus haut... et plus longtemps

César Pérez Ruiz

CIO et responsable des investissements

Sans surprise, la Fed a relevé ses taux directeurs de 75 pb la semaine dernière. Mais si son président, Jerome Powell, a évoqué un ralentissement du resserrement monétaire, il a également laissé entendre que le taux final des *Fed Funds* – estimé à 4,6% dans la trajectoire en pointillés de la banque centrale – pourrait être revu à la hausse (le marché anticipe actuellement un taux final proche de 5,2% à la mi-2023). Le processus de hausse des taux pourrait donc être plus lent, mais aussi plus long, tout en visant plus haut. De son côté, la Banque d'Angleterre a également relevé son taux directeur de 75 pb pour le porter à 3,0%, tandis que l'inflation globale atteignait un taux annuel de 10,7% en octobre en zone euro (contre 10% le mois précédent). La présidente de la Banque centrale européenne, Christine Lagarde, a estimé que la récession ne suffirait peut-être pas à juguler l'inflation, ce qui laisse présager d'un nouveau durcissement. **Nous sous-pondérons donc la dette des pays les plus vulnérables de la zone euro.**

Pénalisées par de nouvelles déceptions concernant les bénéfices et des révisions à la baisse pour l'exercice 2023, les actions ont enregistré une performance mitigée la semaine dernière. Aux Etats-Unis, la hausse du chômage et la progression plus lente du salaire horaire moyen ont effacé une partie des gains engrangés la semaine dernière par le dollar. Dans un contexte globalement décevant, le secteur pétrolier a affiché de solides bénéfices, permettant aux entreprises d'accroître les versements de dividendes et les rachats d'actions. **Nous sommes dès lors positifs à l'égard du secteur pétrolier.**

Les indices des directeurs d'achat dressent un tableau contrasté de l'activité en Asie. Les marchés actions asiatiques ont néanmoins progressé la semaine dernière (le MSCI China a bondi de 11% en USD), sur fond de rumeurs suggérant que la politique «zéro covid» était sur le point d'être assouplie en Chine. Malheureusement, le Conseil des affaires de l'Etat a anéanti ces espoirs d'assouplissement. Le succès de KKR, qui est parvenu à lever environ USD 6 mia pour son deuxième fonds d'infrastructures dans la région Asie-Pacifique, a permis de confirmer notre **confiance dans les actifs privés**. La visite d'une journée (!) du chancelier Olaf Scholz en Chine a montré à quel point l'avenir économique de l'Allemagne était lié à celui de la Chine. Elle a également fait craindre que Berlin privilégie ses propres intérêts par rapport à ceux de l'Europe tout entière. Il faut néanmoins saluer la déclaration conjointe d'Olaf Scholz et de Xi Jinping contre l'utilisation d'armes nucléaires en Ukraine, qui vise à prévenir un événement porteur de risques extrêmes.

Le Brésil présente des fondamentaux économiques solides, mais son déficit chronique de la balance courante et sa dette publique élevée limitent la marge de manœuvre du nouveau gouvernement de Lula da Silva, qui devra composer avec un Congrès divisé et orienté à droite. **Le potentiel haussier du real brésilien nous paraît limité.** Les élections américaines de mi-mandat seront le point d'orgue de la semaine, tandis que les électeurs se focalisent sur l'acronyme «SAFE» («security, affordability, fairness and education» – soit «sécurité, accessibilité, équité et éducation»). En position vulnérable, les Démocrates espèrent que les électeurs feront confiance aux déclarations de l'administration Biden, même si elles contredisent leurs observations. Lors de la COP27, organisée cette semaine en Egypte, les pays riches seront appelés à accompagner les économies émergentes dans la transition vers les énergies renouvelables.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: UNE ANNÉE VOLATILE

Les marchés actions ont oscillé cette année entre la crainte d'un resserrement monétaire trop rapide et l'espoir que les banques centrales se montrent plus conciliantes. En conséquence, l'amplitude des mouvements du S&P a dépassé 8% durant cinq des dix premiers mois de l'année 2022. Dans ce registre, l'année 1993 détient le record absolu avec un total de huit mois ayant connu, à la hausse ou à la baisse, des mouvements du S&P 500 supérieurs à 8%.



Source: Pictet WM - CIO Office & Macro Research, Bloomberg Finance L.P., 1^{er} novembre 2022

L'activité fléchit dans les principales économies

MACROÉCONOMIE: LIRE DANS LE MARC DE CAFÉ

Le marché du travail américain, qui a créé 261 000 emplois non agricoles en octobre, reste robuste. Ce chiffre traduit néanmoins un recul par rapport à septembre (révision à la hausse à 315 000 emplois) et représente la moitié seulement des créations d'emplois de juillet. Le taux de chômage a augmenté de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 3,7% en octobre, tandis que le taux d'activité restait pratiquement inchangé à 62,2%. Parallèlement, le salaire horaire moyen a augmenté de 0,4% (soit un taux annuel de 4,7%, en recul par rapport au mois de septembre). Selon le département du Travail, 10,7 millions d'emplois restaient non pourvus dans l'économie américaine en septembre, un chiffre inférieur au pic de 11,9 millions atteint en mars.

L'inflation monte et la croissance ralentit en zone euro

D'après les données préliminaires, l'inflation globale des prix à la consommation a atteint 10,7% dans la zone euro en octobre (contre 9,9% en septembre), ce qui constitue un record. Cette poussée inflationniste s'accompagne d'un ralentissement économique. Eurostat a en effet confirmé que la croissance de la zone euro avait ralenti à 0,2% en glissement trimestriel au troisième trimestre (contre 0,8% au deuxième trimestre). Sur une note plus positive, le chômage a chuté à 6,6% en septembre, contre 6,7% (chiffre révisé) le mois précédent.

Le Japon accélère

La production industrielle au Japon a diminué de 1,6% en septembre par rapport au mois précédent, en grande partie en raison d'une chute de la production automobile. En revanche, elle a progressé de 9,8% en glissement annuel. Avec un bond mensuel de 1,1% en septembre, les ventes de détail ont surpris à la hausse.

Fed: du grain à moudre

MARCHÉS: TOUJOURS DÉBOUSSOLÉS

La semaine dernière, les publications de bénéfices ont été noyées dans les commentaires liés à la dernière hausse des taux de la Fed et le rapport sur l'emploi d'octobre. Les marchés boursiers américains sont restés nerveux: si Jerome Powell et d'autres responsables de la Fed ont évoqué un ralentissement des hausses de taux, les marchés ont peu apprécié son engagement à poursuivre la politique de durcissement monétaire. Dans un premier temps, les signes de solidité du marché du travail – qui plaident en faveur de hausses de taux supplémentaires – avaient pourtant été bien accueillis par les investisseurs. Les marchés ont également salué les informations (non confirmées) selon lesquelles la Chine se préparait à assouplir sa politique «zéro covid», ce qui a soutenu les

matières premières et les indices des marchés émergents. Alors que le S&P 500 reculait de 3,3%¹ la semaine dernière, l'indice MSCI AC Asia ex Japan a progressé de 5,1%² (en USD pour les deux indices). Les élections américaines de mi-mandat focaliseront l'attention cette semaine. En temps normal, ces élections stimulent les actions, mais l'analyse historique montre que c'est moins vrai quand la Fed est en train de relever ses taux. En tout état de cause, si un Congrès divisé (voire uni contre le président en exercice) peut donner un bref coup de fouet aux actions, nos anticipations de bénéfices nous incitent à continuer de sous-pondérer les actions à ce stade.

Révision de la «trajectoire en pointillés»

Le positionnement agressif de la Fed – suggérant que le taux final des Fed Funds pourrait dépasser les 4,6% associés à sa trajectoire en pointillés – a provoqué une forte hausse de la courbe des taux des emprunts d'Etat, en particulier vers l'extrémité courte, de sorte que le rendement des bons du Trésor américain à deux ans atteignait 4,68% en fin de semaine dernière, contre 4,16% pour l'échéance à 10 ans. Alors que nous tentons d'anticiper les plans de la Fed pour l'année prochaine, les taux à court terme semblent voués à augmenter au vu de l'inertie de l'inflation, tandis que l'aplatissement de la courbe devrait persister, les craintes de récession prenant de plus en plus le pas sur l'inflation. La semaine dernière, la Banque d'Angleterre a relevé ses taux de 75 pb, ce qui – contrairement aux Etats-Unis – a fait chuter les rendements des Gilts à deux ans et entraîné une pentification de la courbe des taux, alors que la banque centrale cherche à trouver un équilibre entre la lutte contre l'inflation et la prévention des risques de récession.

Deux inflexions au menu

Outre une nouvelle hausse des taux de 75 pb, l'engagement du président de la Fed à poursuivre le durcissement monétaire (même à un rythme plus lent) et ses allusions au fait que le taux final pourrait dépasser les anticipations actuelles devraient soutenir le dollar. Bien que la Banque d'Angleterre (BoE) ait également relevé ses taux de 75 pb, les solides gains enregistrés par la livre la semaine précédente ont été effacés, la BoE ayant indiqué que le pic de son taux directeur serait probablement «inférieur aux anticipations des marchés financiers». La position plus prudente de la BoE reflète celle d'autres banques centrales telles que la Banque centrale européenne, préoccupées par la dégradation de l'activité domestique. Le yuan a affiché un rebond timide la semaine dernière, sur fond de rumeurs suggérant un assouplissement de la politique «zéro covid». Alors qu'une telle inflexion de la politique sanitaire favoriserait le yuan, le Conseil des affaires de l'Etat chinois a réitéré ce week-end son attachement «indéfectible» à la politique «zéro covid». Cela nous incite à rester prudents vis-à-vis du yuan, d'autant que le soutien des exportations chinoises continue de s'estomper.

PUBLICATIONS RÉCENTES

[HOUSE VIEW, NOVEMBER 2022](#)

[WHAT LULA'S ELECTION MEANS FOR BRAZILIAN ASSETS \(FLASH NOTE 07 NOVEMBER 2022\)](#)

[US TREASURIES VOLATILITY IS RISING AMID DETERIORATING LIQUIDITY \(FLASH NOTE 01 NOVEMBER 2022\)](#)

[IT AIN'T OVER 'TIL IT'S OVER \(FLASH NOTE 31 OCTOBER 2022\)](#)

[CHINA'S GROWTH REBOUND AND THE FUTURE OF ITS ZERO-COVID POLICY \(FLASH NOTE 26 OCTOBER 2022\)](#)

[US MIDTERM ELECTIONS: A RETURN TO POLITICAL GRIDLOCK? \(FLASH NOTE 25 OCTOBER 2022\)](#)

[ECB PREVIEW: HIGHER RATES, TIGHTER LIQUIDITY \(FLASH NOTE 21 OCTOBER 2022\)](#)

[THE US TIGHTENS ITS GRIP ON SEMICONDUCTORS \(FLASH NOTE 18 OCTOBER 2022\)](#)

[ROUGHER SEAS AHEAD \(FLASH NOTE 17 OCTOBER 2022\)](#)

[US DOLLAR ENTERING EXTREME TERRITORY \(FLASH NOTE 04 OCTOBER 2022\)](#)

[ENERGY CRISIS: HOW WILL EUROPE COPE? \(FLASH NOTE 30 SEPTEMBER 2022\)](#)

[UK: MINI BUDGET, MAXI RISKS \(FLASH NOTE 26 SEPTEMBER 2022\)](#)

[CENTRAL BANK PIVOTS DELAYED, BUT STILL COMING \(FLASH NOTE 13 SEPTEMBER 2022\)](#)

[SWITZERLAND'S ENERGY VULNERABILITY \(FLASH NOTE 07 SEPTEMBER 2022\)](#)

¹ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, S&P 500 Composite (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 21,8%; 2018, -4,38%; 2019, 31,5%; 2020, 18,4%; 2021, 28,7%.

² Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, MSCI AC Asia ex Japan (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 42,1%; 2018, -14,1%; 2019, 18,5%; 2020, 25,4%; 2021, -4,5%.

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 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, 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.