

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 24 OCTOBRE 2022

# AMÈRE VICTOIRE

### SYNTHÈSE

- Resserrement quantitatif, *quo vadis?*
- Liquidité tendue sur le marché des bons du Trésor américain
- La chute du yen interroge sur la politique menée

#### Le grand timonier

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des investissements

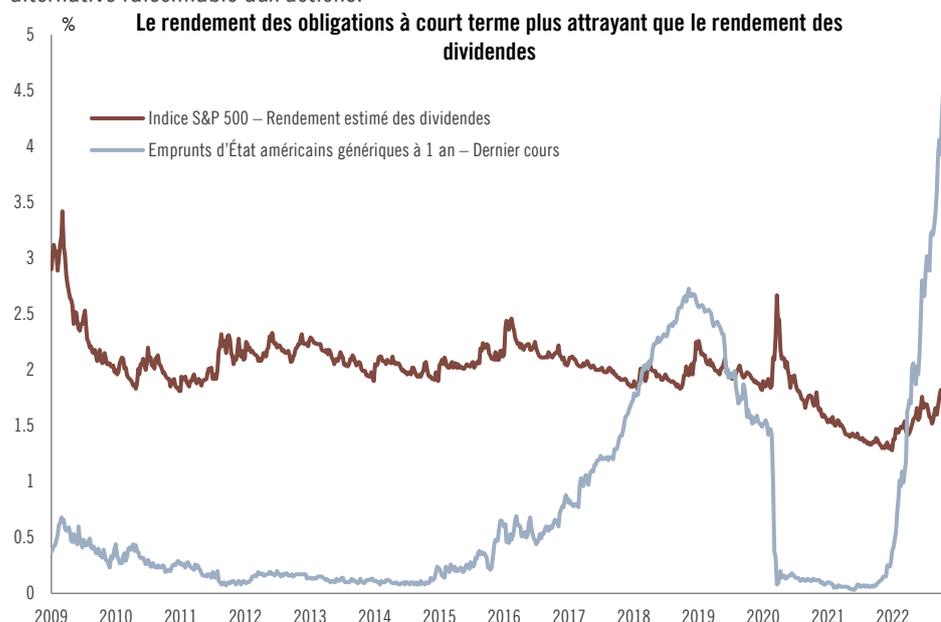
A l'issue du congrès du Parti communiste, Xi Jinping s'est vu confier un troisième mandat et reste le n°1 incontesté de la Chine, entouré d'un bureau politique composé de fidèles. Son discours a détaillé ses préoccupations, la sécurité étant citée 91 fois, contre 60 références à l'économie (dont de nombreuses allusions à la redistribution des richesses). Au de ce contenu, une mentalité conservatrice privilégiant le repli devrait dominer la définition de la politique chinoise dans les années à venir, avec des tensions persistantes autour de Taïwan et une rivalité acharnée avec les Etats-Unis dans le segment des semi-conducteurs.

Le nouveau Premier ministre britannique sera probablement Rishi Sunak, Boris Johnson ayant renoncé à proposer sa candidature. Alors que Jeremy Hunt, chancelier de l'Echiquier, s'appête à présenter un nouveau budget rigoureux, **nous sous-pondérons les obligations britanniques et la livre**. La Banque d'Angleterre a indiqué vouloir reprendre ses ventes d'actifs, maintenant que le marché des Gilts est stabilisé. La situation du Royaume-Uni illustre les défis auxquels sont confrontées les autorités monétaires, qui visent un resserrement quantitatif dans un contexte de baisse de la liquidité sur les marchés obligataires. Aux Etats-Unis, le département du Trésor et la Réserve fédérale ont récemment rencontré les principaux acteurs du marché pour éviter tout blocage des négociations sur les bons du Trésor américain (si nécessaire, le gouvernement pourrait intervenir en achetant les bons moins liquides). En Allemagne, les syndicats des secteurs de la chimie et de la santé ont conclu un accord salarial prévoyant deux hausses de 3,25% (l'une en 2023, l'autre en 2024) – ce qui laisse présager d'accords raisonnables dans d'autres secteurs et s'avère positif pour l'inflation. En Italie, la nomination au poste de ministre des Finances de Giancarlo Giorgetti, déjà présent dans le gouvernement de Mario Draghi, devrait rassurer les marchés. La Banque centrale européenne (BCE) devrait relever son taux de dépôt de 75 pb cette semaine, mais les yeux seront rivés sur le taux terminal, les conditions de liquidité et le resserrement quantitatif. Le directeur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, a déclaré que la BCE devait poursuivre ses hausses de taux pour atteindre le «taux neutre» – «un taux inférieur à, ou proche de 2%» – d'ici la fin 2022. Au Japon, le yen est passé sous le niveau de 150 pour la première fois depuis 1990, ce qui a incité les autorités à acheter la devise (d'autres interventions ne peuvent être exclues). Le taux swap de Tokyo atteint 56 pb, soit 31 pb de plus que le rendement à 10 ans, ce qui renforce les pressions sur la courbe des taux. **Nous sommes positifs vis-à-vis du yen.**

Le début de la saison de publication des résultats du troisième trimestre semble annoncer les performances les plus faibles depuis la pandémie. La croissance des bénéfices (hors énergie) du S&P 500 ne dépasse guère 1,4% en glissement annuel, un niveau tout près d'évoquer une récession des bénéfices. **Nous sommes positifs à l'égard des *hedge funds***, alors que l'achat par la chaîne d'épicerie Kroger de son rival Albertsons est de bon augure pour les stratégies *event-driven*.

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: TARA (IL EXISTE DES ALTERNATIVES RAISONNABLES)

Depuis le début de l'année, le rendement estimé des dividendes du S&P 500 est resté relativement stable, autour de 1,8%. En revanche, la hausse rapide des taux d'intérêt a propulsé le rendement à l'échéance des bons du Trésor américain à un an à 4,6%. En d'autres termes, ces derniers offrent désormais un rendement supérieur de 2,8% à celui des dividendes américains, soit l'écart le plus important depuis 2001. Avec des rendements obligataires plus attractifs, nous retrouvons une situation normale, où les obligations relativement sûres constituent une alternative raisonnable aux actions.



Source: Pictet WM - CIO Office & Macro Research, Bloomberg Finance L.P., 21 octobre 2022

## MACROÉCONOMIE: LES PRESSIONS INFLATIONNISTES PERSISTENT

**L'inflation demeure élevée en Europe...**

Selon les chiffres définitifs du mois de septembre, l'inflation globale a augmenté de 1,2% en zone euro en glissement mensuel et de 9,9% en rythme annuel (contre 9,1% en août). De son côté, l'inflation de base (hors alimentation et énergie) a atteint 4,8% en rythme annuel. Au Royaume-Uni, l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint un taux annuel de 10,1% en septembre, contre 9,9% le mois précédent.

**... et atteint un sommet de huit ans au Japon**

Les prix à la consommation ont également progressé au Japon le mois dernier, l'IPC atteignant un sommet de huit ans à 3%. L'inflation de base (hors alimentation) a augmenté de 3% par rapport à l'année précédente. Ailleurs en Asie, la Chine a annoncé une croissance annuelle de 3,9% au troisième trimestre, un chiffre supérieur aux attentes.

**Les secteurs immobilier et manufacturier ralentissent aux Etats-Unis**

Le durcissement monétaire continue de peser sur le secteur américain du logement, les mises en chantier de septembre ayant diminué à un taux annualisé de 8,1%, tandis que les ventes de logements existants chutaient de 25%. L'actualité est plus positive sur le front manufacturier, la production industrielle américaine ayant dépassé les anticipations le mois dernier (+0,4% par rapport au mois précédent, contre -0,1% en août). En revanche, l'indice Empire State Manufacturing a lourdement chuté, passant de -1,5 en septembre à -9,1 en octobre.

## MARCHÉS: NOUS NE SOMMES PAS ENCORE SORTIS DU BOIS

**Le flou domine**

Grâce à la publication de résultats globalement satisfaisants, les indices boursiers américains ont progressé la semaine dernière. Faisant peu ou prou abstraction de la forte probabilité d'une nouvelle hausse des taux de la Fed de 75 pb début novembre, les investisseurs se sont concentrés sur la possibilité d'un ralentissement ultérieur du rythme des hausses de taux. Malgré certains signes d'un regain d'intérêt pour les actions et le fait que les élections de mi-mandat (prévues le mois prochain) soient souvent un catalyseur pour la performance des indices, nous restons prudents à ce stade. Les bonnes surprises en termes de bénéfices sont en net recul par rapport aux trimestres précédents, et si

### Les Gilts poussent un soupir de soulagement

les anticipations de bénéfices pour 2023 continuent d'être revues à la baisse, notamment dans les secteurs cycliques, elles semblent encore optimistes. Plus important encore, la hausse des taux permet aux obligations sûres à court terme de rivaliser avec les actions au niveau du rendement.

Le marché des Gilts britanniques a bien réagi à l'abandon par le gouvernement des réductions d'impôts non financées, le rendement du 10 ans ayant baissé de 16 pb la semaine dernière. Ce matin, les rendements des Gilts ont encore reculé, la nomination de Rishi Sunak – partisan de la rigueur budgétaire – au poste de Premier ministre étant de plus en plus probable. Ces rendements restent néanmoins supérieurs aux niveaux qui prévalaient il y a un mois, avant l'annonce du «mini-budget» et la dégradation par Moody's de la perspective de la notation souveraine du Royaume-Uni de «stable» à «négative», ce qui montre que le gouvernement britannique devra batailler pour regagner la confiance du marché. La hausse des rendements devrait rendre les Gilts plus attractifs, mais une inflation à deux chiffres, une croissance inférieure au potentiel et une banque centrale aux options relativement limitées sont autant de facteurs qui incitent à sous-pondérer le pays. Dans le même temps, le marché obligataire américain reste volatil, les débats sur le taux final de la Fed ayant poussé les rendements à long terme à la hausse la semaine dernière. Nous surveillons les tensions sur la liquidité des bons du Trésor, notamment en raison des contraintes croissantes sur le capital des banques, qui dissuadent ces dernières de jouer le rôle de teneur de marché. Mais les autorités américaines interviendraient sûrement, par exemple via des rachats d'obligations, si la situation venait à se détériorer davantage.

### Le syndrome de la série «Fawty Towers» menace la livre

La chute désastreuse de Liz Truss, précédée par l'annulation de la plupart des réductions d'impôts non financées annoncées par son gouvernement, a permis un rebond de la livre par rapport au dollar la semaine dernière. Mais l'instabilité de ces dernières semaines, la sous-performance économique du Royaume-Uni et la possibilité que les marchés surestiment la marge de manœuvre de la Banque d'Angleterre en matière de hausse des taux nous incitent à sous-pondérer la devise. L'euro a également montré des signes de stabilisation, avant une probable hausse des taux de la BCE de 75 pb cette semaine. Nous sommes neutres face à l'euro à moyen terme, mais il convient de rester prudent à ce stade, car la zone euro est confrontée à un risque de récession important et à la possibilité de nouvelles tensions sur le marché de l'énergie, tandis que l'inflation poursuit sa hausse. Quant au yen, il a franchi la semaine dernière le seuil des 150 yens pour un dollar, soit son niveau le plus bas depuis 1990. Le rebond qui a suivi est probablement lié à une intervention du ministère des Finances sur le marché des changes, mais tant que la politique de contrôle de la courbe des taux de la Banque du Japon restera inchangée et que la Fed maintiendra un positionnement agressif, le yen peinera à se redresser significativement. Les sombres perspectives de l'économie chinoise (le 20<sup>e</sup> congrès du Parti communiste chinois n'a rien clarifié) pèsent encore sur le yuan, qui a reculé la semaine dernière malgré la vente de dollars par les banques publiques et la fixation agressive par les autorités du point médian quotidien de la fourchette de négociation par rapport au dollar.

## RECENT PUBLICATIONS

[HOUSE VIEW, OCTOBER 2022](#)

[CÉSAR PÉREZ RUIZ SHARES HIS TOP 3 INVESTMENT THEMES OF THE MONTH \(03 OCTOBER 2022\)](#)

[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 \(FLASH NOTE 07 SEPTEMBER 2022\)](#)

[WEAKENING ECONOMIES TO WEIGH ON OIL PRICES \(FLASH NOTE 01 SEPTEMBER 2022\)](#)

[THE BANK OF ENGLAND'S CREDIBILITY IS AT STAKE \(FLASH NOTE 01 SEPTEMBER 2022\)](#)

[WEAKENING ECONOMIES TO WEIGH ON OIL PRICES \(FLASH NOTE 01 SEPTEMBER 2022\)](#)

[THE SWISS EQUITY MARKET: NOT TO BE IGNORED \(FLASH NOTE 01 SEPTEMBER 2022\)](#)

### **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, 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 2022.