

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 21 NOVEMBRE 2022

GARDER LE CAP

SYNTHÈSE

- Signaux mitigés des économies américaine et chinoise
 - Maintien de la rhétorique de fermeté pour la Fed
 - En quête de clarté et de stabilisation en Europe
-

Joyeuse fête de Thanksgiving

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

Juste avant Thanksgiving cette semaine (et le début de la Coupe du monde de football), une multitude d'indicateurs a dressé un tableau mitigé de l'économie américaine. Les ventes de détail d'octobre ont surpris à la hausse et les prix de gros ont progressé moins qu'anticipé, tandis que le taux hypothécaire moyen à 30 ans a sensiblement chuté la semaine dernière, les marchés tablant sur une réduction du rythme de hausses des taux de la Fed. Cependant, la croissance de la production industrielle aux Etats-Unis a stagné et l'enquête de la Fed de Philadelphie sur le secteur manufacturier a déçu ce mois-ci, tandis que les ventes et les mises en chantier de logements continuent de reculer. La hausse des ventes de détail doit être accueillie avec prudence, tandis que l'inversion de certains segments de la courbe des taux américains (les rendements des bons du Trésor à deux ans étaient, en fin de la semaine dernière, supérieurs de près de 70 pb à ceux de l'échéance à 10 ans, eux-mêmes très poches de ceux du 30 ans) nous indique qu'une récession accompagnée d'une inflexion de la politique monétaire se profile. Dans ce contexte, **nous restons prudents vis-à-vis des actions, mais sommes plus optimistes sur les bons du Trésor américain de durées courtes et moyennes**. En Chine, les actifs risqués se sont vivement redressés grâce aux signes d'ajustement de la politique «zéro covid» et aux mesures visant à stabiliser un système immobilier très perturbé. La longue réunion entre Joe Biden et Xi Jinping en préambule du G10 a également contribué à apaiser (temporairement) les tensions géopolitiques. Mais **l'actualité liée à la covid reste confuse et la dynamique de l'économie chinoise déçoit**, comme l'ont montré les ventes de détail et la balance commerciale d'octobre.

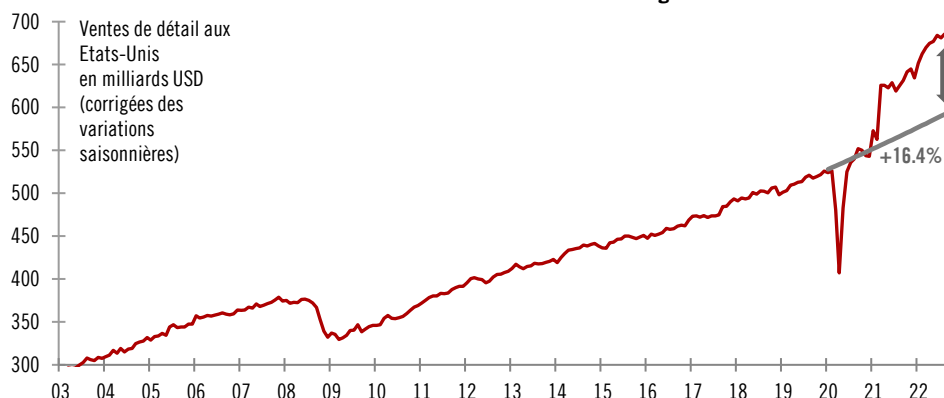
En Europe, la production industrielle de septembre a été sensiblement meilleure qu'attendu, tandis que l'accord salarial entre le syndicat allemand IG Metall et les employeurs s'avérait raisonnable, réduisant le risque que l'inflation soit alimentée par des revendications excessives. Parallèlement, les investisseurs ont appris que les banques européennes rembourseraient un peu moins de EUR 300 mia de prêts bon marché à la Banque centrale européenne (BCE). Si le montant est inférieur aux estimations initiales, ce remboursement peut contribuer à réduire l'inflation, tout en étant un facteur de clarté et de stabilisation. Le nouveau chancelier de l'Echiquier britannique, Jeremy Hunt, a mentionné des objectifs similaires dans son austère déclaration d'automne, prononcée la semaine dernière. Sans surprise, il a annoncé des hausses d'impôts et une réduction des dépenses publiques. Mais nombre de ces mesures ne devant entrer en vigueur qu'après les prochaines élections générales, on peut se demander si elles seront jamais introduites, ce qui laisse planer un doute concernant la trajectoire des finances publiques britanniques. Dans ces conditions, et compte tenu des perspectives économiques moroses du Royaume-Uni, **nous continuons de sous-pondérer la livre et les Gilts**.

La COP27 s'est achevée, ce week-end, sur un engagement notable des pays riches à créer un fonds destiné à indemniser les pays pauvres pour les dommages liés au changement climatique. Mais peu de progrès ont été enregistrés sur le front de la réduction des émissions provenant des combustibles fossiles, ce qui en fait un demi-succès. **De manière incontestable, le changement climatique aura pourtant un impact croissant sur les prix des actifs et les rendements des investissements dans les années à venir**.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LA CONSOMMATION RÉSISTE AUX ETATS-UNIS

Tandis que la Fed aimerait constater un ralentissement des dépenses de consommation susceptible de freiner l'inflation, les ventes de détail aux Etats-Unis ont augmenté de 1,3% en octobre par rapport à septembre et de 7,9% par rapport à l'année précédente, grâce aux subventions en Californie et à la journée «Prime» supplémentaire proposée par Amazon. Mais l'envolée de l'inflation pèse sur le budget des ménages américains et les contraint peut-être à puiser dans leur épargne. La robustesse de la demande n'incite pas les entreprises à baisser leurs prix, à l'exception de secteurs tels que le commerce de détail, où les stocks se sont accumulés et où les premiers rabais font leur apparition.

Les ventes de détail continuent d'augmenter aux Etats-Unis



Source: Pictet WM - CIO Office & Macro Research, Bloomberg Finance L.P., 16 novembre 2022

MACROÉCONOMIE: QUELQUES LUEURS D'ESPOIR

L'économie japonaise se contracte

Le PIB japonais s'est contracté de 1,2% en rythme annuel au troisième trimestre (0,3% en rythme trimestriel), un chiffre qui a déçu les espoirs de hausse et contraste fortement avec la croissance de 2,2% en glissement annuel (y/y) enregistrée au deuxième trimestre. Le ralentissement de la croissance est notamment dû à la faiblesse du yen, qui a considérablement alourdi la facture des importations. L'économie chinoise a également semblé atone, les ventes de détail s'étant contractées de 0,5% (y/y) en octobre, tandis que les investissements en immobilisations diminuaient.

L'inflation recule et les ventes de détail progressent aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, l'indice des prix à la production a augmenté de 0,2% en octobre en glissement mensuel (m/m), un chiffre inférieur aux attentes qui se traduit par une hausse annuelle de 8%, contre 8,4% en septembre. Les ventes de détail ont fortement progressé de 1,3% en octobre (m/m), ce qui reflète en partie la hausse des prix et des taux d'intérêt. Les ventes de logements existants ont chuté pour le neuvième mois consécutif, s'inscrivant en recul de 28,4% par rapport à l'année précédente. Les mises en chantier se sont également effondrées le mois dernier.

La production industrielle de la zone euro se redresse

En zone euro, la production industrielle s'est avérée nettement plus robuste qu'anticipé, augmentant de 0,9% en glissement mensuel et de 4,9% en glissement annuel. En outre, le chiffre du mois d'août a été révisé à la hausse à 2,0%, tandis que l'indicateur ZEW du sentiment économique en Allemagne s'est nettement amélioré ce mois-ci (de -36,7 à -22,5).

MARCHÉS: DES SIGNES D'ACCALMIE

Les marchés boursiers subissent un coup d'arrêt

Par rapport aux semaines précédentes, la semaine dernière a été relativement calme pour les marchés boursiers, même si l'indice S&P 500 a reculé de 0,6% (en USD¹), déstabilisé par les déclarations de la Fed rappelant que la hausse des taux n'était pas terminée. Et si l'essentiel des hausses de taux est peut-être derrière nous, il est prématuré d'évoquer un plancher pour les actions tant que les indicateurs prospectifs restent pessimistes dans les principales économies. Cela étant, la semaine dernière a vu une amélioration notable du sentiment à l'égard de la Chine, l'indice MSCI China gagnant 4,2% (en USD²) grâce aux espoirs de réouverture progressive de l'économie et aux mesures de soutien au secteur immobilier. Nous avons une opinion plutôt mitigée sur ces deux derniers points. Le soutien budgétaire apporté au secteur immobilier pourrait contribuer à le stabiliser. Mais les mesures adoptées sont

L'inversion de la courbe des taux s'accélère

parcimonieuses: un rétablissement complet pourrait prendre des années et se heurter à des vents contraires démographiques. Par ailleurs, entre les nouveaux confinements locaux et les déclarations concernant l'intensification de la vaccination, les nouvelles sur le front de la covid demeurent confuses.

Sur le marché des Bunds, le segment 2 ans/10 ans de la courbe des taux s'est inversé pour la première fois depuis 2008, signalant le risque croissant de récession en Allemagne... et peut-être le scepticisme des marchés quant à la capacité de la BCE à relever ses taux à long terme. Aux Etats-Unis, la courbe des taux est inversée depuis plus longtemps, mais l'écart entre les bons du Trésor à deux et à dix ans s'est encore creusé la semaine dernière, les marchés ayant intégré les déclarations relativement agressives des responsables de la Fed. En l'état actuel des choses, les prix suggèrent que les marchés anticipent une inflexion prochaine de la politique monétaire, suivie de près par des baisses de taux. Quant à nous, nous sommes sceptiques sur ces deux points. Il convient également de noter, dans le cadre du rebond général des marchés obligataires, la performance des obligations périphériques de la zone euro, les *spreads* des emprunts d'Etat italiens par rapport aux Bunds continuant de se resserrer. Il faut en outre saluer le redressement de la performance des obligations d'entreprise, avec une chute des *spreads* plus importante en Europe qu'aux Etats-Unis, ce qui pourrait refléter un recul des inquiétudes concernant les prix de l'énergie et les hausses de taux. Dans le sillage de politiques favorables en Chine, nous avons également assisté la semaine dernière à un net rétrécissement des *spreads* sur les indices de crédit émergents. Nous restons optimistes quant aux perspectives des crédits en devises fortes sur les marchés émergents. Mais qu'il s'agisse des marchés émergents ou des marchés développés, notre préférence va aux crédits de haute qualité affichant une durée courte à moyenne, tandis que nous restons sous-exposés aux segments *high yield* européen et américain.

Il est trop tôt pour faire une croix sur le dollar

Après le recul de l'inflation des prix à la consommation en octobre, qui a pesé sur le dollar, les déclarations de la Fed suggérant que de nouvelles hausses de taux étaient nécessaires pour juguler l'inflation ont entraîné une hausse des rendements à court terme et permis au billet vert de faire un retour en force face aux devises asiatiques telles que le yen et le won. Si le dollar a perdu de son élan et semble « plafonner », cette performance confirme notre point de vue selon lequel il est trop tôt pour anticiper un recul notable, alors que le resserrement de l'écart entre les taux réels à court terme et les taux à long terme américains favorise le billet vert (un tel resserrement est généralement synonyme de perspectives économiques moroses). Après quelques hésitations, le dévoilement d'un budget d'austérité au Royaume-Uni a permis à la livre de s'apprécier face au dollar et à l'euro la semaine dernière. Nous restons néanmoins prudents vis-à-vis de la livre, compte tenu des attentes élevées du marché concernant la politique de la Banque d'Angleterre et de la pression à la baisse exercée par les besoins de financement importants du Royaume-Uni.

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 China (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 54,3%; 2018, -18,7%; 2019, 23,7%; 2020, 29,7%; 2021, -21,6%.

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.