

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 31 OCTOBRE 2022

UNE PÉRIODE EFFRAYANTE

SYNTHÈSE

- Avenir du contrôle de la courbe des taux par la Banque du Japon
- Possible inflexion dans les hausses de taux des banques centrales
- Perspectives sombres pour les bénéfices des entreprises

«Trick or treat»!

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

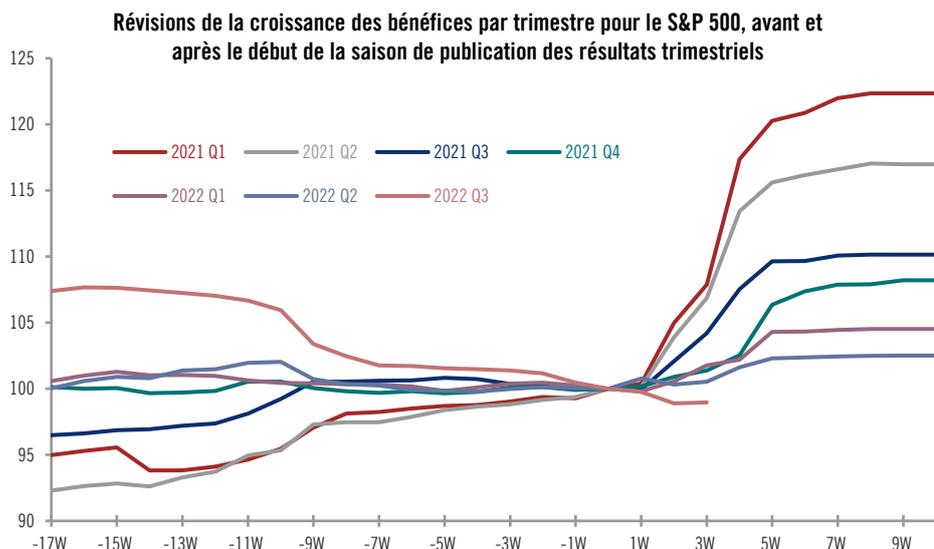
La semaine dernière, deux grandes banques centrales ont réaffirmé leurs politiques. La Banque du Japon (BoJ) a confirmé sa politique monétaire ultra-accommodante le jour même où le Premier ministre, Fumio Kishida, annonçait un nouveau plan de relance de JPY 71 600 mia (USD 490 mia). Etant donné l'apparente coordination entre la banque centrale et le gouvernement, il semble peu probable que la BoJ change de cap dans un avenir proche – et certainement pas avant le départ de son gouverneur, Haruhiko Kuroda, prévu en avril 2023. Mais **les pressions visant le contrôle de la courbe des taux nous incitent à garder une position longue sur le yen pour son potentiel à moyen terme.**

Alors que la Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux de 75 points de base supplémentaires la semaine dernière, un changement de ton a été perceptible. La BCE a mis l'accent sur les «progrès sensibles» permis par sa politique monétaire, ainsi que sur les risques de dégradation de l'activité économique. Elle ne s'est pas fermement engagée à relever les taux lors de ses «prochaines réunions», et il convient de noter que la décision concernant le resserrement quantitatif a été reportée à décembre. Mais si les indicateurs continuent de pointer vers une baisse de la croissance, l'inflation demeure élevée en Europe (les prix à la consommation ont progressé de 7,1% en France et de 11,6% en Allemagne en rythme annuel ce mois-ci, des niveaux bien supérieurs aux anticipations). Malgré son discours plutôt conciliant, la BCE n'est donc pas au bout de ses peines dans sa lutte contre l'inflation. **Nous conservons dès lors une position short sur la duration et sous-pondérons les obligations périphériques de la zone euro.**

Les marchés américains ont trouvé un certain réconfort dans les chiffres du PIB publiés la semaine dernière (+2,6% en rythme annuel au troisième trimestre), mais le rallye des actions est principalement dû à la baisse des rendements obligataires, déclenchée par un regain de spéculation sur une possible inflexion du rythme des hausses de taux de la Fed en décembre. Cette spéculation s'appuie sur les signaux émis la semaine dernière par la BCE, ainsi que sur le choix de la Banque du Canada de réduire l'ampleur de ses hausses de taux, de 75 à 50 pb. Mais il faut rappeler que l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle hors alimentation et énergie – un indicateur clé pour la Fed – était encore de 5,1% en septembre, et rien ne prouve que la Fed apprécie l'assouplissement des conditions financières qu'ont représenté la hausse des actions et la baisse des rendements. La saison de publication des résultats du troisième trimestre s'avère être la pire depuis 2021, certains géants de la technologie ayant publié des comptes particulièrement inquiétants. Tandis que les compagnies pétrolières ont, de leur côté, annoncé de bons résultats, de nombreuses entreprises américaines souffrent de l'envolée du dollar. Les estimations de bénéfices pour 2023 étant progressivement revues à la baisse, on ne peut écarter l'hypothèse d'une croissance négative des bénéfices l'année prochaine. En outre, la courbe des taux s'est inversée la semaine dernière dans le segment 3 mois/10 ans des bons du Trésor américain, ce qui est généralement le prélude à une récession. Pour ces diverses raisons, **nous sous-pondérons les actions.** Enfin, la victoire de Lula da Silva à l'élection présidentielle pourrait déclencher un rallye à court terme des actions brésiliennes. Mais le nouveau président n'a pas encore présenté un programme économique clair, alors que les finances du Brésil sont de plus en plus tendues.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: UNE SAISON DE PUBLICATION DES RÉSULTATS DÉCEVANTE

Ces deux dernières années, le consensus des anticipations de croissance des bénéfices s'est souvent redressé à mesure que l'on avançait dans la saison de publication des résultats. Ce n'est plus vrai, car les anticipations du consensus ont été révisées à la baisse après le début des publications de bénéfices, pour la première fois depuis le premier trimestre 2021. De fait, les bénéfices du troisième trimestre du S&P 500 sont à ce stade les plus faibles depuis la pandémie, les secteurs liés à la technologie ayant particulièrement souffert. Mais si les anticipations de bénéfices pour 2023 sont revues à la baisse, elles restent encore excessivement optimistes. Les anticipations demeurent donc en décalage avec la réalité.



Source: Pictet WM - CIO Office & Macro Research, Bloomberg Finance L.P., 28 octobre 2022

MACROÉCONOMIE: DIVERSITÉ DES TENDANCES

L'activité fléchit dans les principales économies

Les indices des directeurs d'achat (PMI) de S&P Global pour le mois d'octobre ont encore indiqué une dégradation de l'activité dans les principales économies. Le PMI composite pour la zone euro a enregistré son plus fort recul depuis près de deux ans, passant de 48,1 en septembre à 47,1, un niveau nettement inférieur au seuil des 50 qui sépare la contraction de l'expansion. Le PMI du Royaume-Uni est passé de 49,1 à 47,2, tandis qu'aux États-Unis, le PMI composite S&P Global chutait à 47,3 en octobre, contre 49,5 en septembre.

Le PIB américain se redresse

Selon les données préliminaires, la croissance du PIB américain s'est établie à 2,6% en rythme annuel au troisième trimestre, un rebond significatif par rapport aux reculs de -0,6% et -1,6% enregistrés respectivement au deuxième et au premier trimestre. Si ce rebond s'explique en grande partie par l'amélioration du déficit commercial, les dépenses de consommation ont montré des signes d'essoufflement (progression de 1,4% en rythme annuel au troisième trimestre, contre 2,0% au deuxième trimestre). Enfin, les salaires ont augmenté à un taux annuel de 5% au troisième trimestre.

L'Europe flirte avec la stagflation

En Europe, les chiffres du PIB montrent que certaines grandes économies continuent de flirter avec la stagflation. En France, la croissance trimestrielle a chuté à 0,2% au troisième trimestre, contre 0,5% au deuxième trimestre, tandis que l'inflation augmentait de 1,3% en octobre en glissement mensuel – soit un taux annuel de 7,1%, contre 6,2% en septembre. L'économie allemande a fait preuve d'une vigueur inattendue au troisième trimestre, avec une croissance du PIB de 0,3% en glissement trimestriel (0,1% au deuxième trimestre), tandis que l'inflation s'envolait à 11,6% en octobre.

MARCHÉS: LE SOURIRE AUX LÈVRES

Le rallye boursier semble toucher à sa fin

Les actions américaines ont poursuivi leur rebond, le S&P 500 progressant de 4% la semaine dernière, ce qui porte sa hausse à presque 9% depuis début octobre (en USD¹). L'indice Russell 2000 des petites capitalisations a fait encore mieux, en engrangeant un gain hebdomadaire de 6% (en USD²). Et si les résultats et les indications prospectives de certains géants de la technologie ne manquent pas d'inquiéter – la performance du secteur est restée à la traîne –, le Nasdaq a néanmoins progressé de 2,3% la semaine dernière et de 5% sur le mois (en USD).³ De manière plus générale, la saison de publication des résultats du troisième trimestre a été plutôt terne jusqu'à présent, les bénéficiaires du S&P 500 affichant une croissance annuelle négative, une fois le pétrole et le gaz exclus. Que se passe-t-il donc? Les marchés semblent tabler sur un relèvement quasi certain de 75 pb des taux de la Fed cette semaine, avant un ralentissement du rythme des hausses de taux par la suite. Cette idée s'est peut-être renforcée dans le sillage du relèvement de 75 pb des taux de la BCE jeudi dernier, qui s'est accompagné d'un discours prudent sur l'ampleur éventuelle d'une nouvelle hausse des taux en décembre. Susceptible de diminuer prochainement, l'inflation reste obstinément élevée à ce stade, alors même que les données prospectives montrent un ralentissement de la dynamique économique, avec une forte possibilité d'entrée en récession pour l'Europe et les Etats-Unis. Dans ces circonstances, la croissance des bénéficiaires prévue pour l'année prochaine semble encore élevée. Nous continuons donc de sous-pondérer les actions.

La situation des emprunts d'Etat s'améliore

Les coûts d'emprunt des gouvernements de la zone euro ont baissé en fin de semaine dernière, le récent relèvement de 75 pb des taux de la BCE ayant été accompagné d'indications suggérant que le rythme des hausses de taux pourrait ralentir. Les obligations périphériques de la zone euro ont particulièrement apprécié le message relativement conciliant de la BCE sur le «resserrement quantitatif», les rendements italiens à 10 ans reculant de presque 60 pb. Les nuages se sont également dissipés sur le marché des Gilts et le rendement du 10 ans a chuté de 65 pb au Royaume-Uni la semaine dernière, grâce à un contexte politique plus favorable au marché. Si les rendements des bons du Trésor américain s'affichent toujours en hausse sur le mois, ils ont suivi la semaine dernière la tendance baissière observée en Europe, les investisseurs commençant à envisager une inflexion des hausses de taux de la Fed (en partie en raison du fort ralentissement du secteur immobilier américain). Le rebond de la performance des obligations justifie notre optimisme vis-à-vis des emprunts d'Etat à court et moyen terme (même si, compte tenu de la persistance de l'inflation, nous restons prudents concernant les échéances supérieures à sept ans et continuons à sous-pondérer les obligations périphériques de la zone euro et les Gilts).

L'avenir reste incertain

La livre est probablement la devise qui a enregistré le rebond le plus spectaculaire la semaine dernière, en gagnant 2,7% par rapport au dollar grâce à la formation d'un gouvernement plus rigoureux en matière de dépenses publiques (ce qui sera confirmé à la mi-novembre, lorsque le nouveau plan budgétaire sera dévoilé). Mais le retour de l'austérité budgétaire risque de peser sur une activité économique britannique déjà atone. Dans l'immédiat, une nouvelle hausse des taux significative est attendue cette semaine, mais la marge de manœuvre de la Banque d'Angleterre semble réduite (même si la baisse récente des rendements des Gilts est bienvenue). Pour toutes ces raisons, nous continuons de sous-pondérer la livre. La semaine dernière, les signaux envoyés par les grandes banques centrales (dont la Banque du Canada et la BCE) semblaient indiquer un ralentissement général du rythme des hausses de taux. Néanmoins, le dollar a faibli par rapport aux autres devises, car les marchés ont probablement commencé à réévaluer la trajectoire des hausses de taux de la Fed à la lumière de la détérioration des perspectives économiques aux Etats-Unis.

PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, OCTOBER 2022](#)

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

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

[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 \(FLASH NOTE 01 SEPTEMBER 2022\)](#)

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, Russell 2000 (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 14,6%; 2018, -11,0%; 2019, 25,5%; 2020, 20,0%; 2021, 14,8%.

³ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, Nasdaq Composite (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 29,6%; 2018, -2,8%; 2019, 36,7%; 2020, 44,9%; 2021, 22,2%.

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.