

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 2 OCTOBRE 2023

HAUSSE DE L'ANXIÉTÉ?

SYNTHÈSE

- Le Congrès évite le «shutdown», mais l'incertitude domine
- Les «justiciers obligataires» sanctionnent les projections de déficit de l'Italie
- Selon son gouverneur Kazuo Ueda, «il reste du chemin à parcourir» avant de mettre un terme à la politique monétaire ultra-accommodante de la BoJ

Victoire pour l'Europe

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des
investissements

Si le vote du Congrès a permis, ce dimanche, d'éviter un «shutdown» de l'administration américaine, l'incertitude économique et financière persiste. Le président de la Chambre des représentants, Kevin McCarthy, pourrait d'ailleurs faire face à une motion de destitution après avoir négocié l'accord, ce qui renforce les inquiétudes des marchés. De fait, ces négociations menées à Washington ont été aussi houleuses que la Ryder Cup, finalement remportée par l'Europe. Reflétant la nervosité des marchés, l'indice de volatilité VIX a atteint la semaine dernière son plus haut niveau depuis le mois de mai. Le rendement des bons du Trésor à 10 ans est passé de 4,1% à 4,57% en septembre, faisant des emprunts d'Etat de sérieux concurrents pour les actions, alors que les responsables de la Réserve fédérale évoquaient la possibilité de garder les taux à un niveau durablement plus élevé. Le S&P500 a perdu 5%¹ (en dollars) en septembre, tandis que le Nasdaq abandonnait 5,8%² (en dollars) et que les petites capitalisations étaient encore plus touchées. **Nous sous-pondérons les petites capitalisations, plus sensibles aux taux que les grandes capitalisations en raison d'une dette à taux variable plus importante.** Proches de sommets pluriannuels la semaine dernière, les rendements des bons du Trésor ont légèrement baissé vendredi, car l'indice des prix PCE hors alimentation et énergie – la jauge d'inflation préférée de la Fed – s'est replié à 3,9% en rythme annuel en août, contre 4,3% en juillet. Mais les données actualisées du PIB du deuxième trimestre ont montré une forte révision à la baisse des dépenses de consommation. Les risques à court terme suggèrent une croissance plus faible et un rebond potentiel de l'inflation, de sorte que **la Fed devrait se montrer prudente, tout en conservant une orientation agressive.**

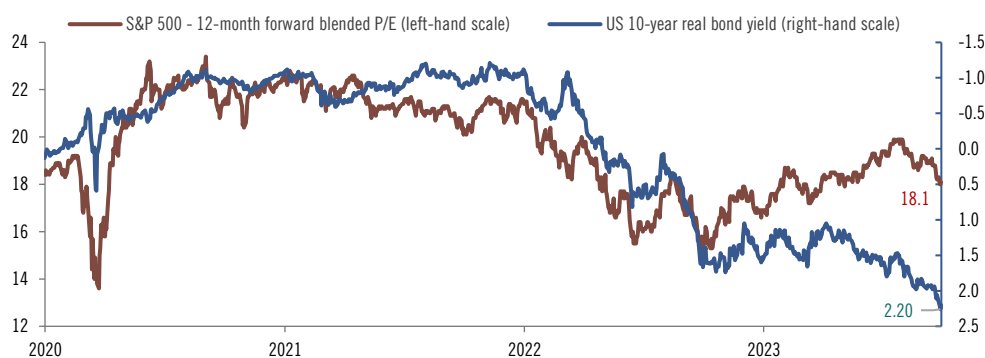
En Italie, les «justiciers obligataires» semblent déterminés à imposer une certaine discipline aux dirigeants politiques via des rendements plus élevés. Les rendements italiens à 10 ans ont atteint 4,95% au cours de la semaine avant de clôturer à 4,78%, le gouvernement italien ayant relevé ses projections de déficit pour 2023 et 2024. Les rendements britanniques à 10 ans ont également augmenté, l'envolée des cours du pétrole faisant redouter qu'une inflation persistante maintienne les taux à un niveau plus élevé plus longtemps. **Nous conservons notre objectif de 95 dollars pour le baril de Brent en fin d'année.** En zone euro, l'inflation globale a ralenti à 4,3% en rythme annuel en septembre, contre 5,2% en août. Par ailleurs, le sentiment économique a chuté pour le cinquième mois consécutif en septembre, ce qui n'est pas de bon augure pour la croissance. **La BCE devrait maintenir ses taux inchangés.**

Au Japon, le ministre des Finances a déclaré que le pays n'excluait aucune option pour limiter la volatilité excessive des devises, réitérant ses mises en garde contre les mouvements spéculatifs vis-à-vis du yen. Kazuo Ueda, le gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), a de son côté estimé que la situation financière de la banque centrale ne l'empêcherait pas d'abandonner progressivement ses mesures de relance monétaire le moment venu, tout en ajoutant qu'il restait «du chemin à parcourir» avant que la BoJ ne mette fin à sa politique monétaire ultra-accommodante. Le Nikkei a clôturé à un plancher d'un mois et le rendement des obligations d'Etat à 10 ans a atteint un pic de 10 ans, avant de clôturer à 0,765%. **Bien que la BoJ soit susceptible de normaliser sa politique monétaire, le rythme de cette normalisation pourrait être très lent, dans un contexte où les perspectives d'inflation demeurent particulièrement incertaines.**

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LA HAUSSE DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES COMMENCE À PESER

Alors que les récentes annonces des banques centrales suggèrent des taux structurellement plus élevés que par le passé, le rendement réel des bons du Trésor américain à 10 ans a gagné 32 pb en septembre. Les ratios cours/bénéfices (PER) des actions américaines ont résisté un certain temps à la hausse des rendements obligataires, mais les valorisations commencent à souffrir des inquiétudes concernant la rentabilité des entreprises face à l'augmentation des coûts de refinancement, qui menacent l'appétit des investisseurs pour le risque. La tendance haussière des ratios cours/bénéfices à 12 mois est en effet en train de s'inverser, en écho à la forte hausse des rendements souverains.

Les bénéfices souffrent de taux «plus élevés plus longtemps»



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance L.P., au 28.09.2023

MACROÉCONOMIE: L'INFLATION RECOULE, MAIS N'A PAS DISPARU

L'économie américaine demeure incertaine

Les commandes de biens durables aux Etats-Unis ont augmenté de 0,2% en août par rapport au mois précédent. Ce chiffre a contredit les anticipations de baisse, grâce à des commandes de biens d'équipement de base en hausse de 0,9%. Sur une note plus négative, les ventes de logements existants ont diminué de 15,3% en août par rapport à l'année précédente. Jauge d'inflation préférée de la Fed, l'indice des dépenses de consommation des ménages (PCE) hors alimentation et énergie a augmenté à un rythme annuel de 3,9% en août. En baisse par rapport aux 4,3% du mois précédent, l'indice reste néanmoins deux fois plus élevé que l'objectif officiel de la Fed.

L'inflation est orientée à la baisse en zone euro

En zone euro, les prix à la consommation ont augmenté à un rythme annuel de 4,3% en septembre (contre 5,2% en août), soit le niveau le plus bas depuis près de deux ans. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'est établie à 4,5% le mois dernier, contre 5,3% en août. La hausse des prix à la consommation a particulièrement ralenti en Allemagne, passant de 6,1% le mois précédent à 4,5% en septembre.

L'inflation baisse à Tokyo; le sentiment progresse dans le secteur manufacturier

L'indice des prix à la consommation pour la région de Tokyo (un précurseur de l'inflation japonaise) a ralenti à 2,8% en rythme annuel en septembre, contre 2,9% en août. La baisse de l'IPC hors alimentation et énergie a été plus marquée, l'indice chutant de 2,8% à 2,5%. Par ailleurs, les ventes de détail ont dépassé les attentes en août, tandis que la dernière enquête Tankan de la Banque du Japon sur la confiance des grandes entreprises manufacturières montrait une nette amélioration au troisième trimestre (indicateur à 9, contre 5 au deuxième trimestre).

MARCHÉS: À BOUT DE SOUFFLE

Les actions souffrent de la concurrence des obligations

La semaine dernière a ressemblé à la majeure partie du mois de septembre, les marchés boursiers américains s'inquiétant de la perspective de taux directeurs durablement élevés et de baisses de taux repoussées à plus tard. La hausse des rendements obligataires a pénalisé les titres technologiques et les valeurs de croissance, tandis que les indices des petites capitalisations américaines pâtissaient du resserrement des conditions financières. Dans l'ensemble, le S&P 500 a chuté de 4,8%³ en septembre (en dollars). Malgré la baisse des valorisations et la possibilité d'un rebond à court terme, la concurrence des rendements du Trésor nous incite à continuer de sous-pondérer les actions américaines. Parallèlement, la poursuite de la hausse des cours du pétrole, conjuguée à la vigueur persistante du dollar, a pénalisé les actions des pays émergents. Si les actions de la zone euro ont bénéficié en fin de semaine d'un recul de l'inflation à son plus bas niveau en deux ans, le mois de septembre a également été difficile pour l'indice Stoxx Euro 600⁴, avec un écart important entre les actions les plus performantes et les titres à la traîne. Sur le front des bénéfices, les entreprises du S&P

Le mantra «plus haut plus longtemps» plombe les obligations

500 devraient afficher des résultats stables au troisième trimestre. A cet égard, les anticipations des analystes pour l'année prochaine semblent quelque peu optimistes au vu du ralentissement de l'économie américaine. Dans ce contexte, où il s'avère très difficile d'identifier une tendance économique ou de marché claire, la sélection des titres est cruciale.

Soutenu par le mantra «plus élevés plus longtemps», le rendement du 10 ans américain a brièvement atteint un pic inédit depuis 2007 la semaine dernière, avant de clôturer le mois de septembre en hausse de 48 pb à 4,57%. Le recul de l'inflation des deux côtés de l'Atlantique a contribué à calmer les marchés obligataires en fin de semaine dernière, mais les craintes inflationnistes ont ressurgi, sur fond d'envolée des cours du pétrole. En Europe, l'annonce d'une augmentation des emprunts publics a entraîné un élargissement des *spreads*, l'écart de rendement entre les obligations italiennes et les Bunds allemands ayant momentanément dépassé 200 pb. Le gouvernement français a aussi relevé ses prévisions de déficit budgétaire et la correction a concerné l'ensemble des obligations de la zone euro. En outre, le récent rebond des obligations britanniques a pris fin la semaine dernière, sur fond d'inquiétudes concernant les prix du pétrole et le scénario de taux d'intérêt durablement élevés. Les *spreads* associés aux obligations de qualité inférieure ont augmenté significativement, dans le sillage d'un net resserrement des conditions financières, et le haut rendement américain à 10 ans a frôlé le seuil de 9%. Au-delà des inquiétudes légitimes liées aux pressions inflationnistes à long terme – et à l'impact du «shutdown» sur la solvabilité des Etats-Unis –, la hausse des taux devrait ralentir l'économie américaine et augmenter la concurrence pour les actions américaines.

Le dollar bénéficie de la hausse des rendements

Le dollar a poursuivi son rallye, parallèlement à l'augmentation des rendements obligataires américains. L'euro a souffert de la vigueur du billet vert, le recul de l'inflation en zone euro rendant moins probables de nouvelles hausses du taux de dépôt de la BCE. Les négociations tendues concernant le relèvement du plafond des dépenses de l'Etat fédéral auraient pu entamer la popularité du dollar, mais son statut de «valeur refuge» a pris le dessus. Par ailleurs, le niveau élevé des taux d'intérêt élevés a pesé lourdement sur le cours de l'or et, dans une moindre mesure, sur le yen. Ce dernier s'est rapproché des niveaux auxquels les autorités étaient intervenues l'année dernière. Le ministère des Finances japonais a d'ailleurs laissé entrevoir de nouvelles interventions visant à enrayer la dégringolade de sa devise. Mais il est toujours envisageable que la hausse des taux s'inverse aux Etats-Unis avec le ralentissement de l'activité américaine, ce qui se traduirait par des tendances moins négatives pour le yen et pour l'or.

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. Performances passées, S&P 500 Composite (rendement net sur 12 mois en dollars): 2018, -4,38%; 2019, 31,5%; 2020, 18,4%; 2021, 28,7%; 2022, -18,1%.

² Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, Nasdaq Composite (rendement net sur 12 mois en dollars): 2018, -2,8%; 2019, 36,7%; 2020, 44,9%; 2021, 22,2%; 2022, -32,5%.

³ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, S&P 500 Composite (rendement net sur 12 mois en dollars): 2018, -4,38%; 2019, 31,5%; 2020, 18,4%; 2021, 28,7%; 2022, -18,1%.

⁴ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, STOXX Europe 600 (rendement net sur 12 mois en euros): 2018, -10,2%; 2019, 27,6%; 2020, -1,5%; 2021, 25,5%; 2022, -10,1%.

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.