

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 23 OCTOBRE 2023

GÉOPOLITIQUE, TAUX OU BÉNÉFICES?

SYNTHÈSE

- Le resserrement des conditions financières menace l'économie américaine
- L'or progresse, sur fond de tensions géopolitiques
- Le PIB chinois dépasse les attentes

Une trajectoire budgétaire insoutenable

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

Alors qu'il est difficile de savoir si la bonne tenue de la consommation ou le resserrement des conditions financières dictera le cours de l'économie américaine, les bénéfices publiés cette semaine permettront d'y voir plus clair. Selon l'enquête triennale concernant les finances des consommateurs, le patrimoine des ménages a bondi de 37% entre 2019 et 2022, soit la plus forte progression sur trois ans depuis que ces données sont compilées (1989). Mais le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a estimé que les marchés obligataires provoquaient un resserrement des conditions financières et que la trajectoire budgétaire des Etats-Unis n'était pas viable. De fait, la hausse du déficit du budget fédéral américain à USD 1700 mia pour l'exercice 2023 (USD 1370 mia pour l'exercice précédent) renforce les préoccupations des marchés. La montée de ces inquiétudes et l'anticipation d'un statu quo de la Fed ont propulsé le rendement des bons du Trésor à 10 ans à 4,93%, soit une hausse de 30 points de base au cours de la semaine, ce qui a détourné les investisseurs des actions. **La Fed devrait laisser ses taux inchangés lors de sa réunion de novembre.** Les secteurs sensibles aux taux d'intérêt sont en difficulté, les ventes de logements anciens ayant atteint un plancher de 13 ans en septembre. Le S&P 500 a chuté de 2,4%¹ (en dollars) la semaine dernière, mais la volatilité des actions reste inférieure à celle des obligations, malgré l'incertitude géopolitique. Alors que la saison des résultats bat son plein, le solde des révisions de bénéfices – la différence entre le nombre d'entreprises ayant revu leurs bénéfices à la hausse et le nombre de celles les ayant revus à la baisse – au sein du S&P 500 a chuté. Plusieurs poids lourds de la technologie publient leurs résultats du troisième trimestre cette semaine et nous surveillerons leurs projections pour 2024, ainsi que les indices des directeurs d'achat et les prix à la consommation.

En Europe, les budgets provisoires suggèrent la suppression progressive des mesures de soutien liées à la pandémie et aux chocs énergétiques, ce qui se traduit par une orientation budgétaire modérément restrictive en 2024. Sur le front de la politique monétaire, **la Banque centrale européenne devrait maintenir ses taux inchangés lors de la réunion prévue cette semaine.** Les actions européennes ont également chuté la semaine dernière, plombées par des bénéfices décevants, la hausse des rendements souverains et les craintes d'une extension du conflit au Moyen-Orient. Le franc suisse – une valeur refuge – a atteint son plus haut niveau depuis 2015, ce qui a pénalisé les exportateurs suisses. Dans le même temps, les élections fédérales de ce dimanche en Suisse ont vu une progression des partis de droite. Autre valeur refuge, **l'or a progressé de 2,5% la semaine dernière et devrait continuer à fournir une bonne protection contre les tensions géopolitiques à moyen terme.** Sur le marché du pétrole, les Etats-Unis ont allégé leurs sanctions à l'encontre du Venezuela, tandis que l'Iran réclamait un embargo contre Israël. **Nous maintenons notre objectif de fin d'année de 95 dollars pour le baril de Brent.**

En Chine, la croissance du PIB s'est avérée plus vigoureuse qu'anticipé et a atteint 4,9% en glissement annuel au troisième trimestre. La plupart des indicateurs se sont améliorés en septembre et **nous confirmons notre estimation de croissance pour l'année entière à 5,2%.** La reprise est néanmoins entravée par la faiblesse persistante du marché du logement, qui justifie de nouvelles mesures de relance. Pour la rentabilité des entreprises, il est essentiel que la croissance nominale du PIB redevienne supérieure à la croissance réelle. Cela devrait se produire au cours des prochains trimestres.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: HAUSSE DU COÛT DE LA DETTE À LONG TERME BRITANNIQUE

Le discours de la Fed évoquant des taux « durablement plus élevés » s'est répercuté sur les marchés européens, se traduisant par une hausse significative des rendements britanniques à long terme depuis la fin août. La poursuite de la lutte contre l'inflation a poussé les investisseurs à anticiper une première baisse des taux en 2024 et à exiger, au vu de perspectives économiques toujours incertaines, une rémunération plus élevée pour la détention d'obligations d'Etat britanniques. En conséquence, les rendements des Gilts à 30 ans ont atteint leur plus haut niveau depuis 1998.



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance L.P., au 20.10.2023

MACROÉCONOMIE: BONNE TENUE DES VENTES DE DÉTAIL

Les Américains dépensent... mais le marché immobilier s'essouffle

Les ventes de détail ont augmenté de 0,7% aux Etats-Unis le mois dernier et les données d'août ont été révisées à la hausse à 0,8%. Selon l'enquête triennale concernant les finances des consommateurs, le patrimoine net médian des ménages a bondi de 37% entre 2019 et 2022, soit la plus forte progression sur trois ans depuis que ces données sont compilées (1989). Mais la hausse des taux hypothécaires freine la demande de logements et limite l'offre, l'indicateur des demandes de prêts hypothécaires aux Etats-Unis approchant un plancher de trois décennies.

L'inflation sous-jacente diminue en zone euro

Selon le rapport définitif publié par Eurostat, l'inflation IPCH de la zone euro est restée inchangée en septembre. L'inflation globale a baissé de 0,9 point de pourcentage (pp) à 4,3% en glissement annuel et l'inflation sous-jacente a reculé de 0,8 pp à 4,5%.

Le PIB chinois dépasse les attentes

Le PIB chinois a augmenté de 4,9% en rythme annuel au troisième trimestre (1,3% en rythme trimestriel), dépassant des anticipations limitées à 4,5% alors que Pékin renforce ses mesures de relance. La consommation des ménages devrait enregistrer une reprise modérée dans les mois qui viennent. En outre, le PIB chinois pourrait augmenter de 5,2% pour l'ensemble de l'année, les risques étant légèrement orientés à la hausse.

MARCHÉS: PASSAGE À VIDE

Les actions américaines ont connu une semaine noire

Les actions ont encore souffert cette semaine, le S&P 500 perdant 2,4%² (en dollars) tandis que la hausse des rendements obligataires maintenait la pression sur les coûts d'emprunt, que la géopolitique inquiétait les investisseurs et que les récents prix à la consommation aux Etats-Unis entretenaient les craintes de taux durablement élevés. Enfin et surtout, les résultats du troisième trimestre se sont accompagnés de perspectives passablement floues, en particulier pour les banques. On peut néanmoins déceler quelques points positifs. La chute d'environ 7,5% enregistrée par le S&P 500 depuis la fin juillet a ramené les valorisations à des niveaux plus raisonnables. Si les valeurs financières se sont effondrées sur fond de hausse des taux rognant leurs bénéfices, les résultats du troisième trimestre ont globalement dépassé les attentes (mais la progression des bénéfices est peut-être déjà intégrée dans les prix et les déceptions devraient être sanctionnées). En outre, la forte hausse des rendements obligataires pourrait amener la Fed à adoucir son discours, alors que certains envisagent (encore) une chute des rendements causée par la détérioration des indicateurs. En tout état de cause, seules les actions affichant les fondamentaux les plus solides tireraient leur épingle du jeu en cas de ralentissement. Tout bien considéré, il nous paraît peut-être trop tôt pour renoncer à sous-pondérer les actions américaines.

Les inquiétudes se propagent dans le crédit à haut rendement

Le rendement du 10 ans américain s'est rapproché de 5% la semaine dernière alors que l'économie américaine affichait sa bonne tenue, ce qui laisse entrevoir des taux d'intérêt durablement élevés. La hausse du déficit budgétaire américain et l'impasse dans laquelle se trouve la Chambre des représentants ajoutent au pessimisme ambiant. Nous continuons néanmoins à surpondérer les bons du Trésor américain aux niveaux de rendement actuels. Leur statut de «valeur refuge» pourrait être réaffirmé si les indicateurs économiques américains faiblissaient et si les tensions géopolitiques perduraient. Le mouvement de hausse des rendements a touché l'Europe, où le *spread* des obligations d'Etat italiennes à 10 ans par rapport aux Bunds a dépassé 200 pb, les investisseurs demeurant préoccupés par les finances de l'Italie. Le taux d'emprunt italien à 10 ans n'est pourtant guère supérieur à celui des Etats-Unis. En outre, la Grèce bénéficie de coûts inférieurs, les investisseurs estimant que le pays récupérera bientôt sa notation *investment grade* (S&P Global a ouvert la voie vendredi dernier en relevant la note souveraine de la Grèce à *investment grade* pour la première fois depuis 2010). Dans le même temps, la situation se dégrade pour les émetteurs privés les plus risqués. Le rendement moyen des emprunts à long terme de qualité inférieure (que nous continuons à sous-pondérer) était proche de 9,5% aux Etats-Unis et de 8,1% en Europe en fin de semaine dernière. Les *spreads* par rapport aux emprunts d'Etat se sont élargis des deux côtés de l'Atlantique, mais de façon plus marquée pour les obligations mal notées en Europe, où le marché manque de profondeur et où les perspectives économiques sont moins encourageantes.

L'or surperforme les autres valeurs refuges

L'indice dollar a reculé la semaine dernière, malgré la demande accrue en valeurs refuges liée à la montée des incertitudes géopolitiques. Ce mouvement pourrait s'expliquer par le ton moins agressif de la Fed. Peut-être traduit-il également l'inquiétude croissante des investisseurs face à l'augmentation du déficit budgétaire américain (ce qui expliquerait le recul des bons du Trésor américain, malgré leur statut de valeur refuge). Bien qu'une nouvelle aggravation des tensions géopolitiques puisse changer la donne, le manque d'entrain du billet vert la semaine dernière – dans un contexte d'indicateurs américains solides – semble confirmer que sa marge de progression est désormais limitée. A ce stade, l'or s'avère le principal bénéficiaire des tensions géopolitiques. Si ces tensions ont généralement un impact de courte durée sur le métal jaune, une nouvelle hausse des taux liée aux préoccupations croissantes concernant les perspectives budgétaires des Etats-Unis soutiendrait l'or, qui ne comporte pas de risque de défaut de paiement. Autre valeur refuge, le franc suisse pourrait également tirer son épingle du jeu dans un tel contexte, car le ratio dette/PIB de la Suisse reste très faible.

PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, OCTOBER 2023](#)

[HIGHER OIL HURTS \(09 OCTOBER 2023\)](#)

[CHINA: BIG SHOES TO FILL \(03 OCTOBER 2023\)](#)

[FROM BLACK TO RED ZERO IN GERMANY? DON'T BANK ON IT \(02 OCTOBER 2023\)](#)

[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, 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%.

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.