

# Lettre de l'investisseur

Revue mensuelle des marchés financiers  
et perspectives



SWISS  
CAPITAL<sup>IB</sup>

OCTOBRE 2022

# MACROECONOMIE

L'inflation a de nouveau été la principale source d'inquiétude sur le plan macroéconomique tout au long du mois de septembre. **En zone euro**, l'inflation globale en septembre a atteint un nouveau plus haut historique à 10,0 %, tandis que l'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et de l'alimentation) a augmenté à 4,8 %. **Aux États-Unis**, l'inflation au mois d'août a largement dépassé les prévisions. Ce niveau supérieur aux attentes s'est essentiellement concentré au niveau sous-jacent : les prix de l'énergie ont chuté de 5 % sur le mois grâce à la baisse de 11 % des prix de l'essence, tandis que l'inflation sous-jacente a grimpé à 6,3 % en glissement annuel. La hausse a été principalement tirée par le logement, qui représente environ 40 % du panier sous-jacent et figure parmi les composantes les plus rigides de l'inflation. Compte tenu de la hausse fulgurante des taux hypothécaires et de la détérioration résultante de l'accessibilité à la propriété, les prix des logements vont inévitablement ralentir à un moment donné. Malheureusement, sa persistance est difficile à évaluer, poussant la Réserve fédérale américaine (Fed) à rester sur une trajectoire haussière à court terme. **Au Royaume-Uni**, l'inflation est ressortie tout juste inférieure à 10 % en août, avec de sombres perspectives compte tenu de l'impact très inflationniste des baisses d'impôts massives annoncées à la fin du mois.

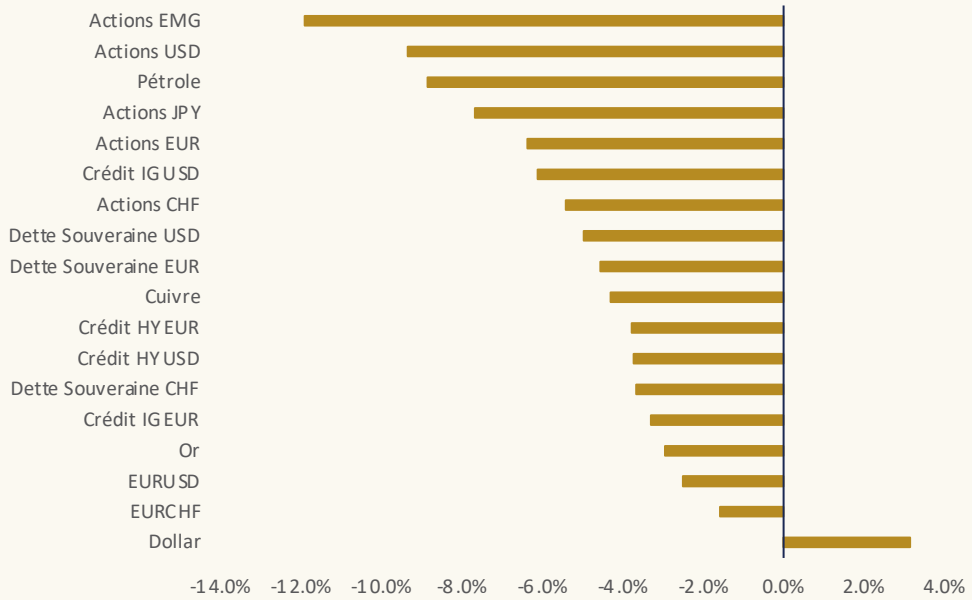
## “Les risques de récession vont prendre le pas sur les risques d'inflation plus tôt qu'attendu”

Dès lors, les banques centrales sont à l'unisson dans leur lutte globale contre l'inflation. Après une hausse de 75 pb à 3 %-3,25 % en septembre, la Fed a laissé entrevoir un taux terminal de 4,6 %, sans baisse avant 2024. La Banque centrale européenne a relevé ses taux directeurs de 75 pb pour la première fois depuis plus de 20 ans en septembre, portant le taux de dépôt à 0,75 %, avec d'importantes révisions à la hausse de ses prévisions d'inflation. La Banque d'Angleterre a procédé à une deuxième hausse consécutive de 50 pb à 2,25 % et devra redoubler ses efforts compte tenu des politiques budgétaires expansionnistes et de l'effondrement de la livre. La Banque nationale suisse (BNS) a relevé son taux directeur de 75 pb, à 0,5 %, déclarant que de nouvelles hausses de taux « ne peuvent être exclues » pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, nous constatons que la BNS est bien mieux placée que la plupart des banques centrales à travers le monde, car elle accueille favorablement une devise forte, les pressions inflationnistes restent raisonnables et elle peut enfin sortir des taux d'intérêt négatifs.

Chaque situation est particulière, mais l'inflation est clairement un phénomène mondial en 2022. Nous reconnaissons que la lutte n'est pas terminée, mais sommes convaincus que l'accent sera mis sur les risques de récession plus tôt que ne l'anticipent la plupart des observateurs, et que les banques centrales risquent désormais d'en « faire trop » plutôt que « pas assez ».

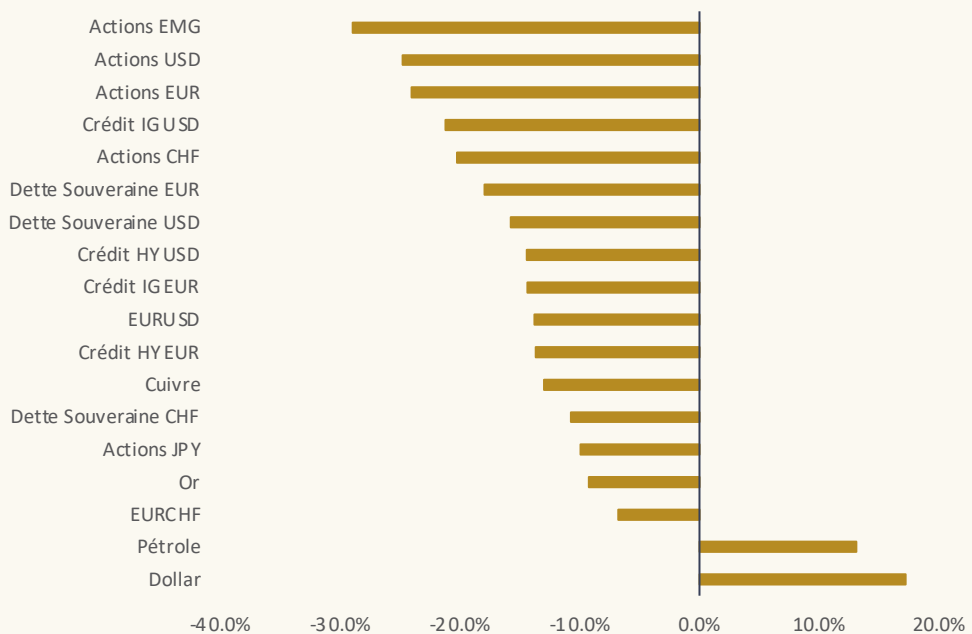
# PANORAMA

## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, du 31/08/2022 au 30/09/2022

## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 30/09/2022

# MACROECONOMIE (suite)

Les États-Unis sont l'une des économies les plus résilientes, les indices ISM du mois d'août (indicateurs mensuels de l'activité économique) restant en territoire expansionniste. Toutefois, ce n'est qu'une question de temps avant que la flambée des taux réels ne pénalise l'activité économique avec la hausse du coût du capital frappant aussi bien les entreprises que les consommateurs. En outre, le logement, qui représente près de la moitié du patrimoine de près de 90 % de la population, va bientôt ralentir compte tenu de la flambée des taux hypothécaires. En zone euro, la plupart des indicateurs économiques indiquent déjà une récession à venir, comme les ventes au détail, la confiance des consommateurs et les indices des directeurs d'achats.

Nous pensons que les banques centrales resteront agressives à court terme, relevant leurs taux jusqu'au point de rupture, avec un taux terminal probablement compris entre 4 et 5 % aux États-Unis, et entre 1,5 % et 2,5 % en zone euro. Mais nous pensons que les banques centrales vont réduire leurs taux plus tôt qu'elles ne le communiquent, vers le 3e/4e trimestre 2023 aux États-Unis, et probablement plus tôt même dans la zone euro.

L'inflation a marqué l'année 2022 ; il est désormais temps de se positionner en vue d'une récession.



Récession à l'horizon

## MARCHÉS ACTIONS

Bien que les multiples baissent, ils ne nous semblent pas suffisamment bon marché dans un contexte de banques centrales toujours agressives. Le ratio cours/bénéfices à 12 mois du S&P 500 pourrait passer de 16,7 à 15x à l'heure où nous écrivons compte tenu des anticipations d'inflation et de rendement. Cela ramènerait l'indice à 3 450, et cela n'intègre pas de révision à la baisse des prévisions de BPA du consensus pour 2023.

En Europe, nous constatons que le sentiment et le positionnement sont extrêmement négatifs. Toutefois, sans inflexion de la politique monétaire et/ou révision des bénéfices, cela ne peut qu'engendrer un rebond des marchés temporaire.

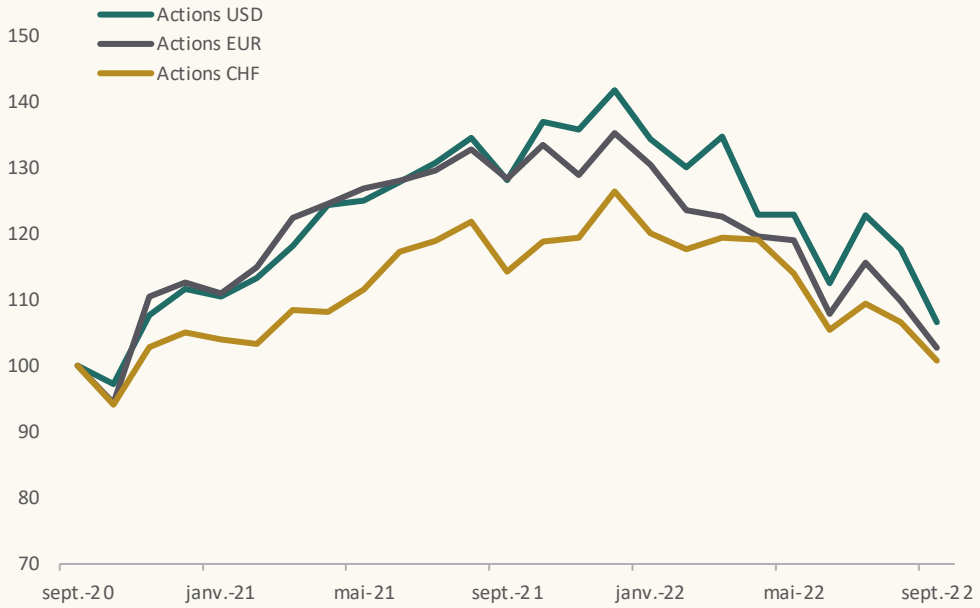
Il convient de rester patients avant de renforcer la cyclicité. Nous maintenons nos stratégies de faible bêta et de qualité, car elles offrent une visibilité sur les bénéfices et la solidité des bilans dans un contexte de détérioration macroéconomique.



Indices actions susceptibles à un rebond à court terme, mais il est trop tôt pour ajouter du risque

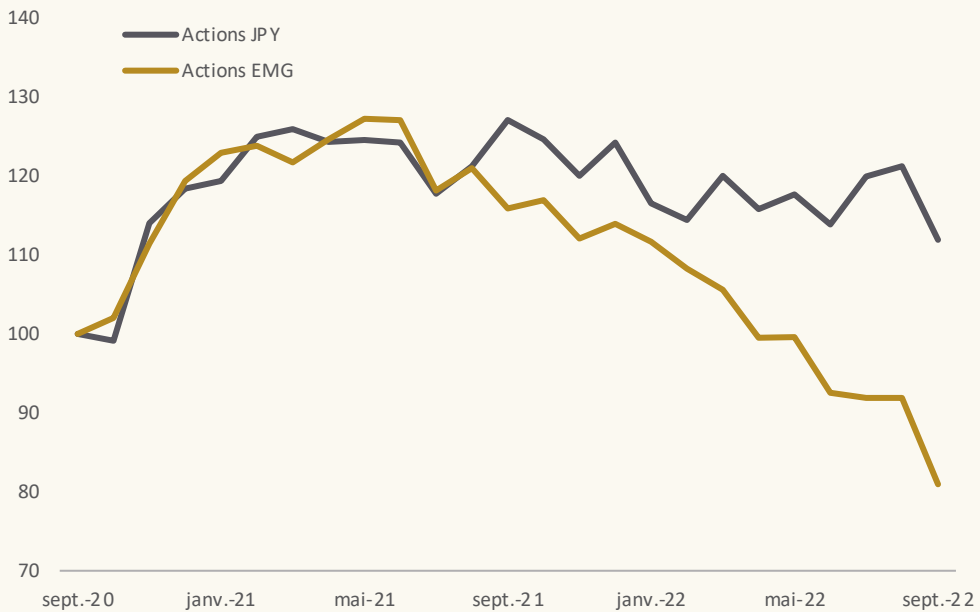
# MARCHÉS ACTIONS

## MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

## MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

# MARCHÉ OBLIGATAIRE

Compte tenu de la détérioration des conditions mondiales de liquidité alors que les risques pesant sur les bénéfiques et la croissance s'intensifient, une dispersion accrue est à prévoir, ce qui justifie toujours une certaine sélectivité au sein du **crédit**. Nous préférons les titres Investment Grade non cycliques en EUR, les créances d'établissements financiers et les obligations d'organismes supra-souverains. En effet, l'augmentation du coût du capital est très susceptible de pénaliser les entités les plus vulnérables telles que les gouvernements, les entreprises et les ménages surendettés.

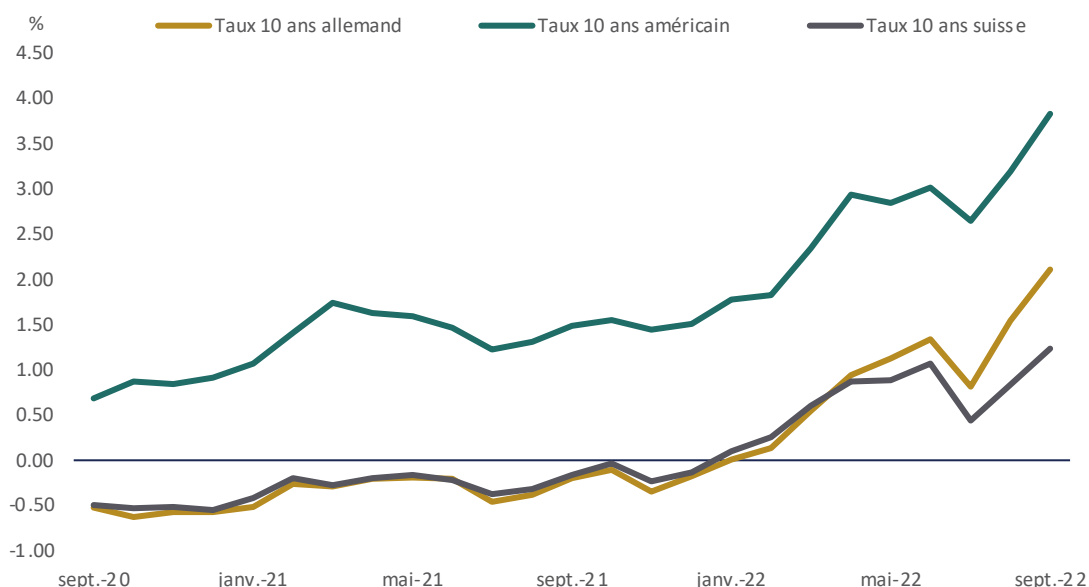
Concernant les **emprunts d'État**, les Gilts ont subi des mouvements extrêmes en fin de mois, le mini-budget du nouveau gouvernement se concentrant sur des réductions d'impôts non financées, ce que les marchés obligataires sont peu susceptibles de tolérer. Dans ce contexte, les futures approches budgétaires de la nouvelle coalition italienne devraient être surveillées de près, même si elle manifeste une position constructive vis-à-vis de l'UE jusqu'à présent. Nous continuons de surpondérer les bons du Trésor américain, les emprunts d'État des pays européens « core » et les obligations supranationales.

Alors que l'inversion des courbes de taux mondiales atteint des niveaux extrêmes et que les marchés anticipent un pic des taux directeurs, il pourrait être temps de se positionner en vue d'une **pentification « bull » des courbes de taux**.

“ acheter des obligations de haute qualité ”

## RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS

### ÉVOLUTION SUR 2 ANS



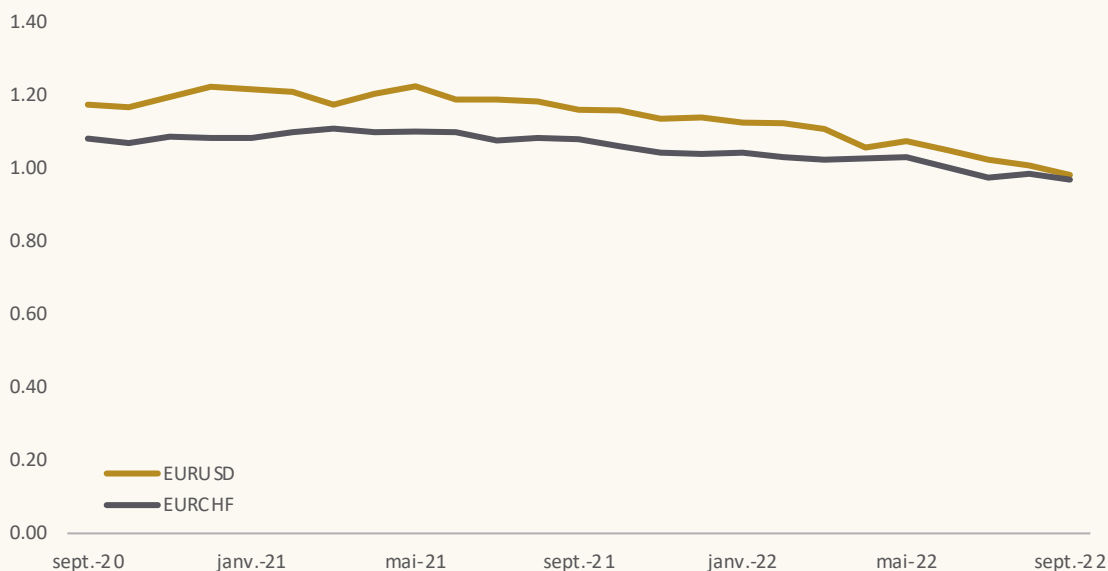
Source : Bloomberg, 30/09/2022

# DEVISES

Le dollar américain a poursuivi sa hausse en septembre face au ton plus agressif de la Fed et aux vulnérabilités persistantes en dehors des États-Unis. Malgré son niveau historiquement élevé, les conditions ne sont pas encore en place pour adopter une position courte sur l'USD.

Le niveau de l'EUR inférieur à la parité intègre déjà beaucoup de mauvaises nouvelles. Des surprises négatives sur la croissance américaine et une résilience plus forte que prévu à la crise énergétique en Europe limiteraient le risque de baisse. En revanche, l'effondrement de la livre sterling suite aux politiques budgétaires maladroites est justifié. Une remontée significative de la livre nous semble peu probable à ce stade. Enfin, la situation du yen japonais est unique et intimement liée aux pressions inflationnistes exceptionnellement faibles du pays. Alors que le débat sur une éventuelle inflexion de la Fed s'intensifie, le JPY pourrait se renforcer de manière significative par rapport aux niveaux actuels.

**USD & CHF**  
ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/09/2022

# MATIÈRES PREMIÈRES

## PÉTROLE

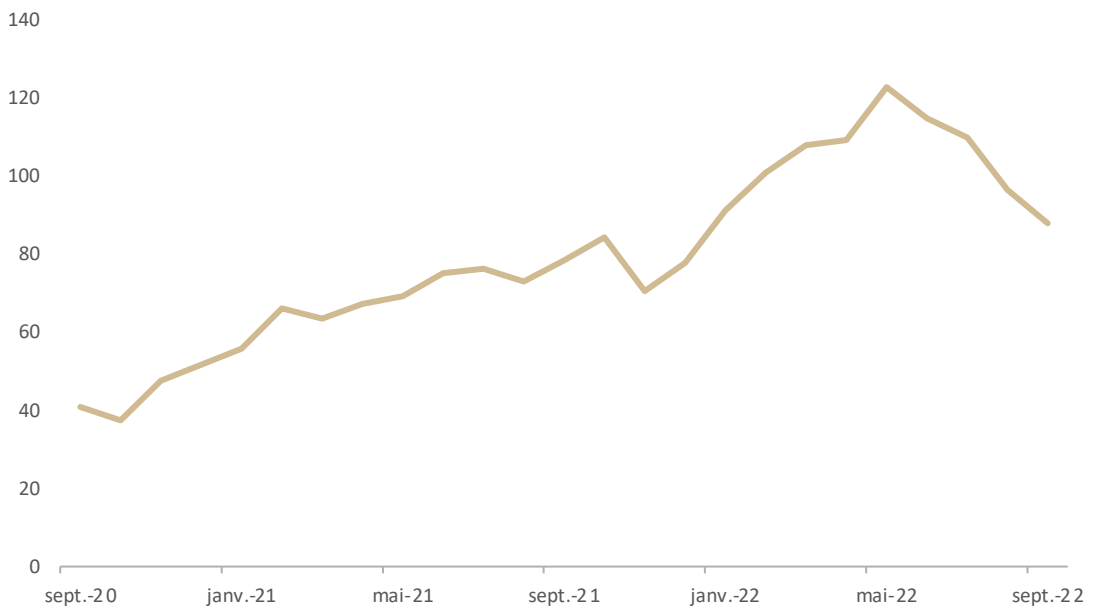
Le pétrole a poursuivi son repli en septembre, le ralentissement de la demande commençant à l'emporter sur l'impact positif de la production limitée sur les prix. Compte tenu des risques accrus de récession, les perspectives à moyen terme restent baissières, même si des pics induits par la situation géopolitique ne peuvent être écartés.

Les livraisons via Nord Stream 1 sont suspendues indéfiniment depuis début septembre, le cours de référence TTF européen ayant brièvement dépassé 300 EUR/MWh. Les prix se sont quelque peu repliés depuis, mais la diminution des flux par gazoducs en Europe imposera une nouvelle destruction de la demande, si bien que les prix du gaz devraient rester élevés ces prochains trimestres.



Le  
ralentissement  
prévaut

### PÉTROLE ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS (BRENT)



Source : Bloomberg, 30/09/2022



# MATIÈRES PREMIÈRES

## OR

L'or s'est replié en septembre face à la vigueur du dollar, à la hausse des taux réels et au durcissement du ton de la Fed.

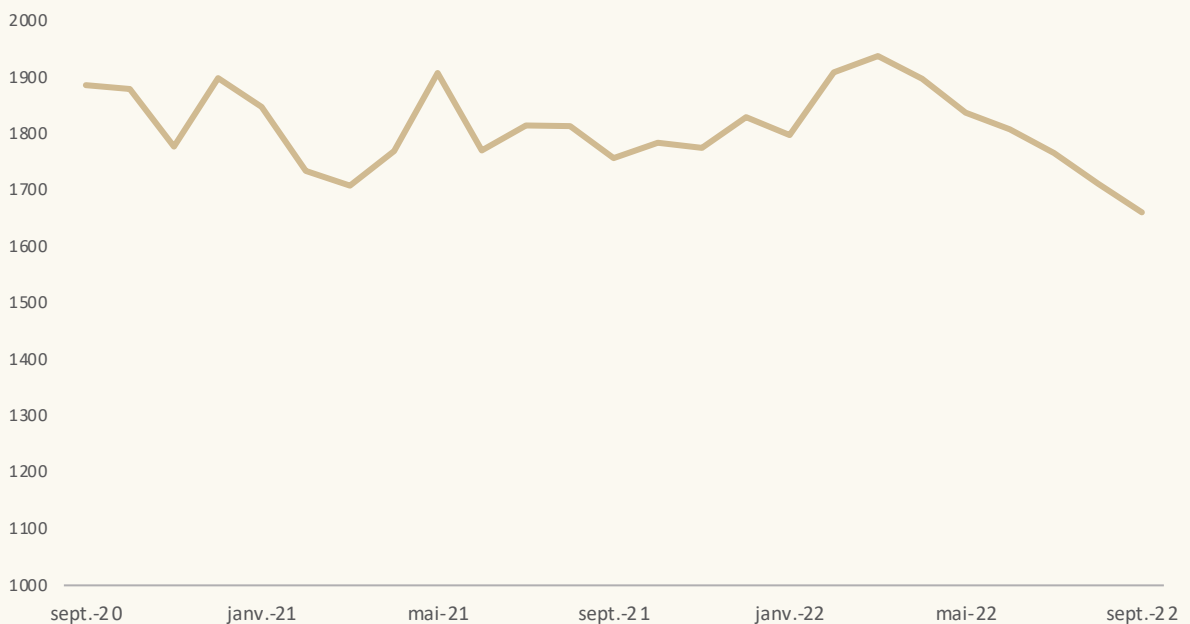
À court terme, la détermination des banques centrales à relever leurs taux de façon musclée fait que le métal jaune pourrait encore souffrir.

Une baisse des taux réels serait nécessaire pour accroître l'avantage relatif lié à la détention d'or. Ainsi, il nous semble judicieux d'attendre une inflexion de la Fed pour envisager une exposition à l'or.



Plombé par la hausse des taux réels

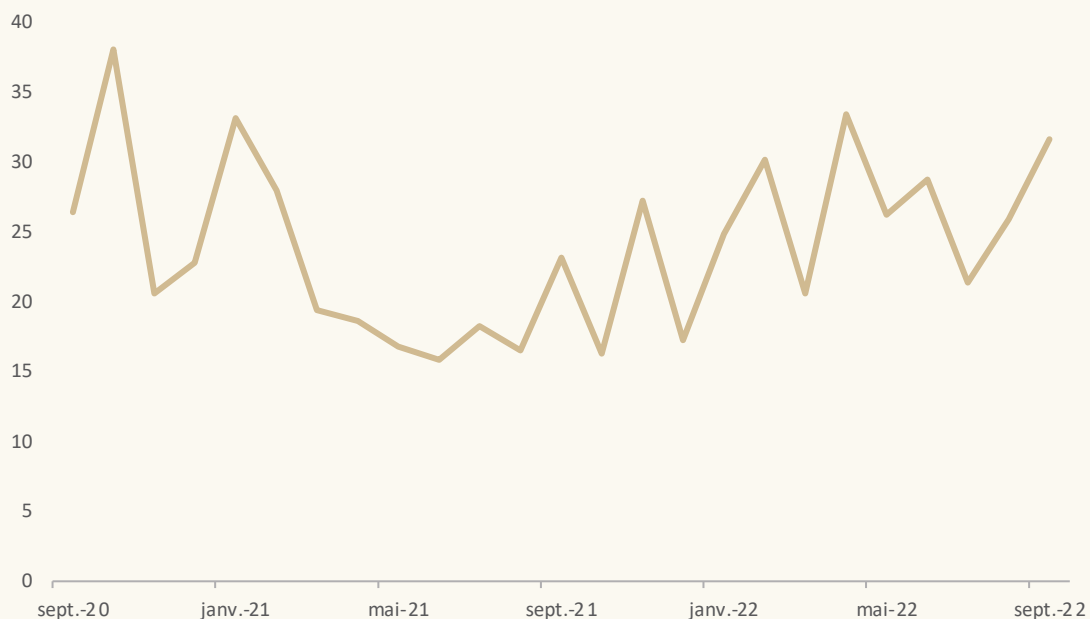
**OR**  
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

# VOLATILITÉ

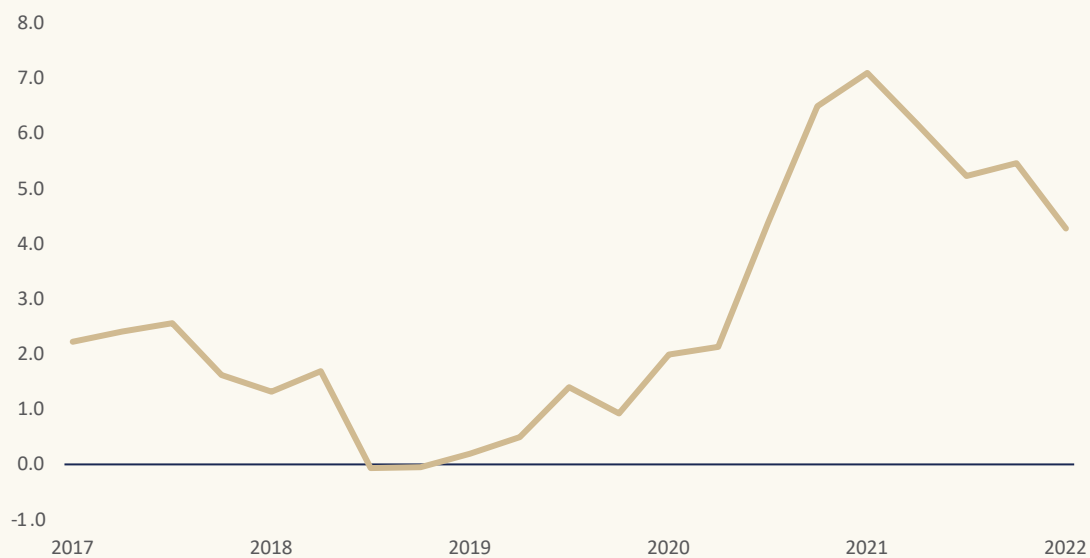
**VOLATILITÉ – INDICE VIX**  
ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2022

# IMMOBILIER

**MARCHÉ IMMOBILIER RÉSIDENTIEL SUISSE**  
VARIATION ANNUELLE



Source : Bloomberg, 30/09/2022

# CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
3-oct.	Etats-Unis	PMI manufacturier	sept.-22	52,8
	Zone euro	PMI manufacturier Markit	oct.-22	48,4
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	oct.-22	48,4
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	oct.-22	50,8
	Suisse	PMI manufacturier	oct.-22	57,1
	Suisse	Inflation	oct.-22	3,3
5-oct.	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	sept.-22	56,9
	Zone euro	PMI services Markit	oct.-22	48,9
	Royaume Uni	PMI services Markit	oct.-22	49,2
7-oct.	Etats-Unis	Emplois	sept.-22	315,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	sept.-22	3,7
	Allemagne	Production industrielle	août-22	-0,3
	Suisse	Taux de chômage	sept.-22	2,1
11-oct.	Royaume Uni	Taux de chômage	août-22	3,6
12-oct.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	mars-23	
	Zone euro	Production industrielle	août-22	-2,3
13-oct.	Etats-Unis	Inflation	sept.-22	8,3
14-oct.	Etats-Unis	Confiance des ménages	oct.-22	58,6
	Chine	Exportations	sept.-22	7,1
	Chine	Inflation	sept.-22	2,5
17-oct.	Japon	Production industrielle	sept.-22	2,7
18-oct.	Etats-Unis	Production industrielle	sept.-22	-0,2
	Chine	Ventes au détail	sept.-22	5,4
	Chine	Croissance du PIB	sept.-22	0,4
	Chine	Production industrielle	sept.-22	3,6
19-oct.	Royaume Uni	Inflation	sept.-22	9,9
20-oct.	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	oct.-22	-9,9
25-oct.	Allemagne	Climat des affaires ifo	oct.-22	88,6
27-oct.	Etats-Unis	Croissance du PIB	sept.-22	-0,6
	Zone euro	Réunion de la BCE	oct.-22	0,8
28-oct.	France	Croissance du PIB	sept.-22	0,5
	Japon	Réunion de la Banque du Japon	oct.-22	-0,1
31-oct.	Zone euro	Inflation	oct.-22	10,0
	Zone euro	Croissance du PIB	sept.-22	0,8
	Allemagne	Croissance du PIB	sept.-22	0,1
	Italie	Croissance du PIB	sept.-22	1,1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	oct.-22	93,8

# Discutons-en.

T +41 (0)22 512 10 24  
Place de l'Université 6  
CH – 1205 Genève  
**swisscapital-ib.com**

## DISCLAIMER

This material has been prepared solely for purposes of illustration and discussion. Under no circumstances should the information contained herein be used or considered as an offer to sell, or solicitation of an offer to buy any security. Any security offering is subject to certain investor eligibility criteria as detailed in the applicable offering documents. The information contained herein is confidential and may not be reproduced or circulated in whole or in part. The information is in summary form for convenience of presentation, it is not complete and it should not be relied upon as such.

All information, including performance information, has been prepared in good faith; however Swiss Capital IB S.A. make no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information, and nothing herein shall be relied upon as a promise or representation as to past or future performance.

This material may include information that is based in whole or in part on hypothetical assumptions, models and /or other analysis of Swiss Capital IB S.A. (which may not necessarily be described herein). No representation or warranty is made as to the reasonableness of any such assumptions, models, or analysis.

The information set forth herein was gathered from various sources which Swiss Capital IB S.A. believe to be reliable, but it cannot guarantee their reliability. Unless otherwise stated, any opinions expressed herein are current as of the date hereof and are subject to change at any time.

All sources which have not otherwise been credited derive from Swiss Capital IB S.A.