RESERVE AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS – 24/10/2022

LA NOTE PRESQU'HEBDOMADAIRE

24 OCTOBRE 2022

Suite à un article de presse, l'hypothèse du « pivot de la Fed » a fait un nouveau *come-back* en fin de semaine, provoquant le rebond des actions américaines dans les dernières heures de cotation vendredi 21. La semaine se solde par une progression des actions mondiales et une repentification de la courbe des taux américaine.

Les **actions mondiales** ont gagné 3,2 % la semaine passée (indice MSCI AC World en dollars) et sont désormais en hausse de 3,0 % par rapport à fin septembre. Les actions émergentes n'ont progressé que de 0,2 % au cours de la semaine (indice MSCI Emerging en dollars). Aux Etats-Unis, le S&P 500 a enregistré sa plus forte progression hebdomadaire depuis juin (+4,7 % dont 2,4% pour la seule séance de vendredi). L'accélération de la hausse en fin de semaine explique la surperformance des actions américaines : l'indice Nikkei 225 a perdu 0,7 % la semaine passée et repris 0,3 % le 24 octobre ; les actions européennes ont progressé de 2,4 % d'un vendredi à l'autre et sont en nette hausse ce lundi à la mi-journée.

La publication vendredi d'un article dans le Wall Street Journal par un rédacteur réputé comme étant bien informé des intentions de la Réserve fédérale américaine a réactivé l'idée d'un positionnement en anticipation d'un « pivot » de la politique monétaire. Si une remontée de 75 pb, qui amènerait la borne supérieure du taux objectif des fonds fédéraux à 4,00 % le 2 novembre, est totalement anticipée, l'article mentionne que, malgré l'inflation très élevée en septembre, les membres du FOMC souhaitent discuter de l'opportunité de signaler que la hausse des taux devrait être moindre en décembre. Alors que les niveaux anticipés dans les marchés pour le taux terminal de la Fed (le point haut de ce cycle de remontée) dépassaient 5,0 % quelques jours auparavant, cette information a entraîné une nette détente de la partie courte de la courbe. Le taux à 2 ans est ainsi passé de 4,50 % le 14 octobre à 4,61 % le 20 avant de terminer la semaine à 4,47 %. D'un vendredi à l'autre, le rendement du T-note américain à 10 ans est passé de 4,02 % à 4,22 % mais se détend aujourd'hui. Ces mouvements se sont accompagnés d'une nouvelle hausse de la volatilité implicite sur les titres du Trésor. Dans la **zone euro**, le rendement du Bund allemand à 10 ans s'est tendu de 7 pb en une semaine (à 2,42 % le 21/10) et le taux à 2 ans a connu une évolution comparable (9 pb à 2,04 % le 21/10).

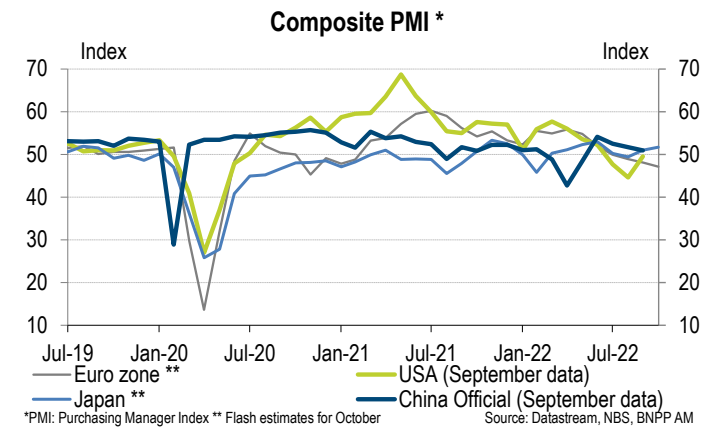
La journée de vendredi a également été marqué par une **nouvelle intervention directe de la Banque du Japon** (BoJ), qui n'a pas été confirmée, pour soutenir le yen qui était tombé quelques heures auparavant à un nouveau plus bas depuis juillet 1990 à près de 152 yens pour un dollar après avoir franchi le seuil de 150 la veille. Ces opérations ont donné lieu à des liquidations de positions vendeuses sur le yen mais ne sont pas parvenues à inverser durablement la tendance. Les observateurs évoquent de nouvelles actions ce matin pour défendre le seuil de 150 yens pour un dollar.

A surveiller cette semaine. Aux **Etats-Unis**, les investisseurs devraient avoir le temps de digérer les dernières informations sur les intentions de la Fed pendant la période de réserve avant la réunion du FOMC des 1er et 2 novembre (une semaine avant les élections de mi-mandat). La publication le 27/10 de la première estimation de la croissance du PIB au 3e trimestre (+2,3 % en rythme annualisé attendu par le consensus Bloomberg après une contraction aux 1er et 2e trimestres) devrait être analysé avec attention : un résultat inférieur aux attentes renforcerait l'hypothèse du « pivot de la Fed ». Les indices de confiance des ménages (Conference Board le 26/10 et Université du Michigan le 28/10) apporteront également des éléments importants sur la demande. L'indice trimestriel du coût du travail (publié le 28/10 pour le 3e trimestre) est considéré comme une donnée particulièrement surveillée par la Fed. Dans la **zone euro**, l'actualité sera très riche. La **Banque centrale européenne** (BCE) tient sa réunion de politique monétaire jeudi 27. Les anticipations d'une nouvelle hausse de 75 pb des taux directeurs sont largement majoritaires et nous partageons cette analyse au vu des déclarations les plus récentes de nombreux membres de la BCE. L'attention des investisseurs pourrait se porter sur les autres aspects (évolution de la taille du bilan, devenir des TLTRO – Opérations de refinancement des banques). L'enquête de la BCE sur le crédit (*Bank Lending Survey*) sera publiée mardi 25 et l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*) sera dévoilée vendredi 28, apportant des éléments sur les anticipations inflationnistes. L'inflation dans les quatre plus grandes économies de la zone euro en octobre sera publiée vendredi 28. En Allemagne, alors que l'indice ZEW publié la semaine passée s'est stabilisé grâce à l'amélioration de la composante *Perspectives*, et que l'enquête PMI publiée ce matin s'est au contraire, nettement dégradée, le climat des affaires mesuré par l'IFO sera connu mardi 25. La réunion de politique monétaire de la Banque du **Japon** se tient vendredi 28 alors que la nouvelle accélération de l'inflation et la faiblesse du yen suscitent des inquiétudes quant à la pertinence du maintien de la politique ultra-accommodante.

Nouvelles économiques

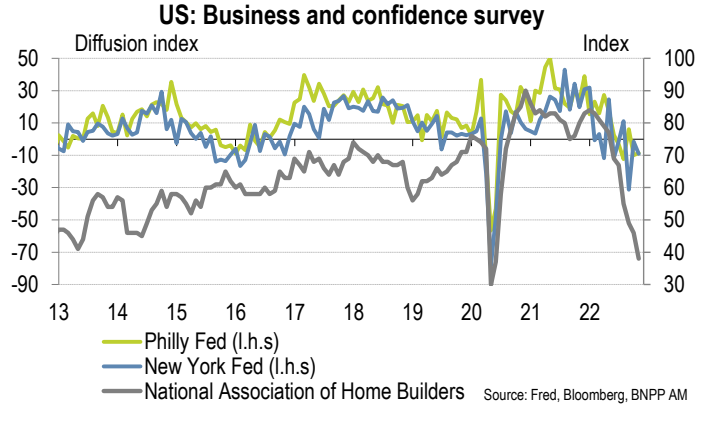
- L'estimation préliminaire des indices PMI (enquête auprès des directeurs des achats) en Europe a montré une dégradation de l'activité en octobre. Pour la **zone euro**, l'indice PMI composite est passé de 48,1 en septembre à 47,1, au plus bas en près de 2 ans en raison d'un repli marqué de l'activité dans le secteur manufacturier. L'indice composite est inférieur à 50 pour le 4e mois consécutif et le niveau atteint en octobre correspond à une contraction modérée du PIB (-0,2 %). Confirmant les résultats des enquêtes d'activité nationales, la dégradation des indices PMI a été très marquée pour le secteur manufacturier **allemand** (de 47,8 à 45,7, au plus bas en 28 mois). L'incertitude et les contraintes financières accrues pèsent sur la demande. Les indices Services et Composite ont baissé en **France** mais demeurent au-dessus de 50 (respectivement 51,3 et 50) et la baisse de l'indice Manufacturier est limitée (de 47,7 à 47,4). Le climat des affaires mesuré par l'INSEE s'est stabilisé dans les services et a légèrement rebondi dans l'industrie mais la proportion d'entreprises qui déclarent des goulots de production atteint des niveaux très élevés et les difficultés de recrutement persistent. Les indices **britanniques** ont baissé, à un plus bas de 29 mois dans le secteur manufacturier (à 45,8) et de 21 mois dans le secteur des services (47,2), les entreprises étant confrontées au plus fort recul de la demande de biens et services depuis janvier 2021 en raison de la hausse des prix et de la situation politique confuse, qui a conduit à la démission de Liz Truss du poste de Premier ministre la semaine dernière.
- Au **Japon** au contraire les indices PMI sont parvenus à se redresser (de 51 à 51,7 pour l'indice Composite) même si l'indice manufacturier (passé de 48,3 à 48,7) reste inférieur à 50. Les mesures de soutien au tourisme (réouverture complète des frontières, mise en place de réductions pour les voyages dans l'Archipel) ont eu des effets immédiats sur l'activité et les commandes mais les entreprises s'inquiètent de plus en plus de la hausse des coûts. En septembre, l'inflation (hors produits alimentaires frais) est ressortie à 3,0 % en glissement annuel (après 2,8 % en août), au plus haut en 8 ans sous l'effet du renchérissement des produits importés en lien avec la dépréciation du yen. Cette mesure de l'inflation sous-jacente dépasse l'objectif de 2,0 % depuis 6 mois. En excluant l'énergie de l'indice sous-jacent, l'inflation ressort à 1,8 %.
- Aux **Etats-Unis**, les premières enquêtes régionales d'activité dans le secteur manufacturier ont confirmé un tassement de l'activité en octobre. Le message est clair pour l'indice de la Fed de New York (Empire manufacturing), passé de -1,5 à -9,1. L'indice de la Fed de Philadelphie s'est légèrement amélioré (de -9,9 à -8,7) mais reste négatif. Par ailleurs, la confiance des constructeurs de maisons a continué à se dégrader en octobre (de 46 à 38) en ligne avec le tassement du marché de l'immobilier (cf. graphique).
- En **Chine**, le *National Bureau of Statistics* a publié aujourd'hui l'estimation du PIB au 3e trimestre qui aurait dû être connue le 18 octobre. Le chiffre, nettement supérieur aux attentes, montre un rebond de la croissance à 3,9 % en glissement annuel après 0,4 % au 2e trimestre. Pour sa part, notre équipe de recherche macroéconomique attendait une hausse du même ordre de grandeur mais souligne que, même en cas de rebond marqué au 4e trimestre, la croissance annuelle moyenne en 2022 n'attendrait que 3,5 %, c'est-à-dire un chiffre largement inférieur à l'objectif initial du gouvernement. Dans ce contexte, les politiques de soutien à l'activité devraient rester d'actualité et ce d'autant plus que la nouvelle remontée du nombre de contaminations, en particulier à Pékin et à Shanghai, laisse envisager le maintien de la stratégie zéro-Covid. La production industrielle en septembre a dépassé les attentes pour s'inscrire en hausse de 6,3 % (après 4,2 % en août en glissement annuel) alors que les ventes au détail ont déçu, ressortant à 2,5 % après 5,4 % en août. Un effet de base défavorable et les mesures de confinement début septembre expliquent ce résultat. Par rapport à août, les ventes au détail ont progressé de 0,4 % mais restent déprimées par les difficultés du secteur immobilier qui impactent les achats de nombreux biens. Ces publications surviennent après le 20e Congrès du Parti communiste chinois qui s'est conclu, comme prévu, par la reconduction du Président Xi Jinping à la tête du parti avec ce qui apparaît comme un renforcement de son influence au sein du Comité permanent du Politburo.

Dégradation des enquêtes d'activité dans la zone euro en octobre



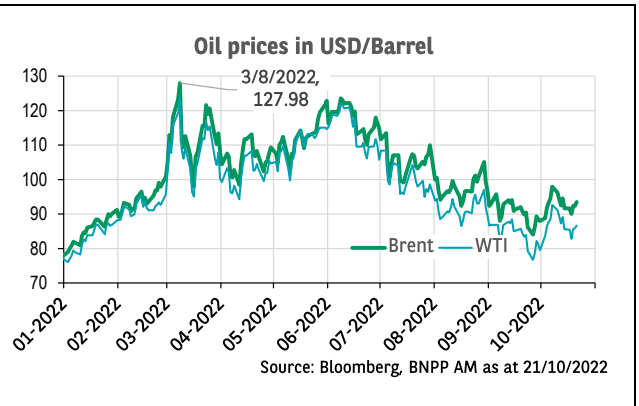
*PMI: Purchasing Manager Index ** Flash estimates for October
Source: Datastream, NBS, BNPP AM

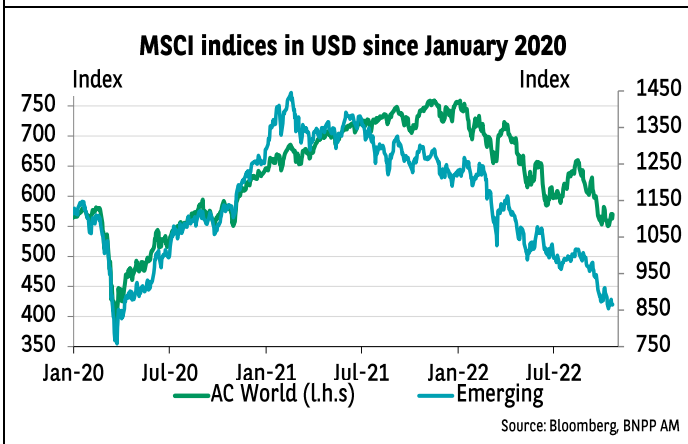
Etats-Unis : inquiétudes sur le secteur de l'immobilier

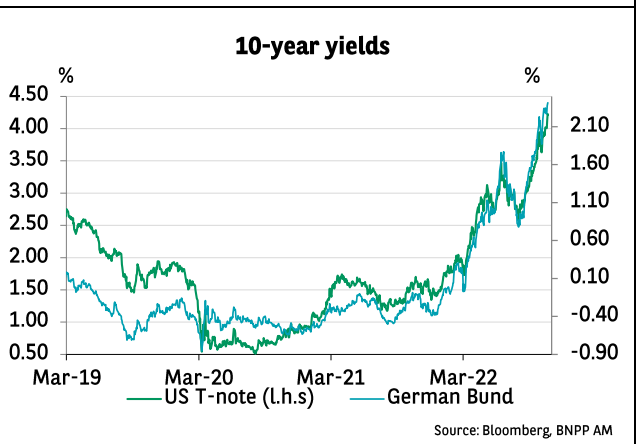


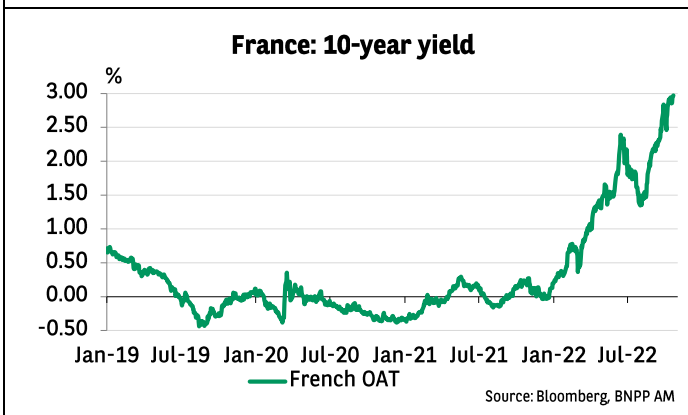
Source: Fred, Bloomberg, BNPP AM

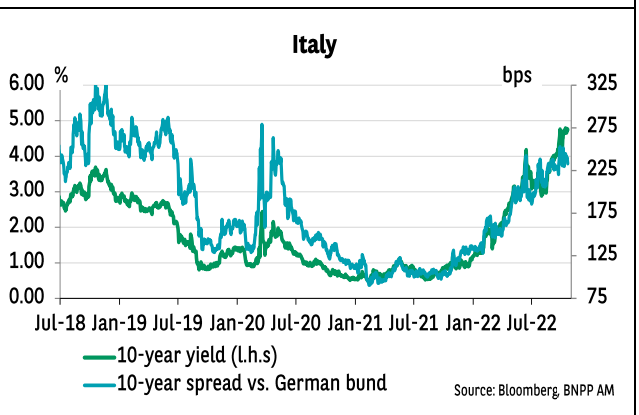
Evolution des marchés financiers

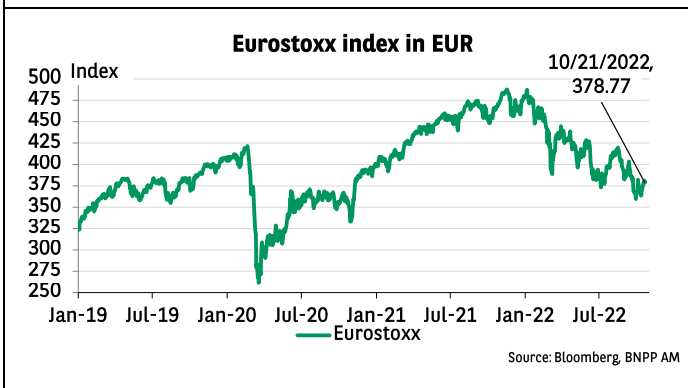


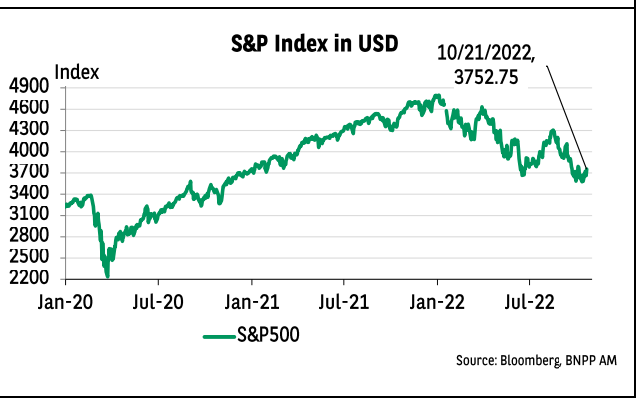




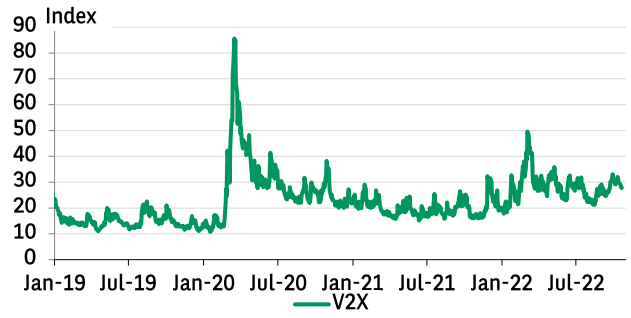






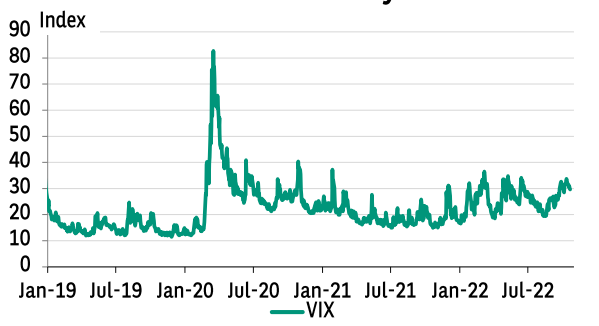


Eurostoxx 50 - Volatility



Source: Bloomberg, BNPP AM

S&P 500 - Volatility



Source: Bloomberg, BNPP AM

Name	Last	Pct. Chng	Time	MTDPct	YTDPct
STXE 600 PR/d	400.71	1.12%	12:15	3.32%	-17.85%
STXE 600 DEC2/d	400.4	1.03%	12:15	2.27%	-18.54%
ESTX 50 PR/d	3,511.20	0.99%	12:15	5.82%	-18.31%
ESTX 50 DEC2/d	3,509.00	1.12%	12:15	4.68%	-19.07%
CAC 40 INDEX/d	6,107.52	1.20%	12:15	5.98%	-14.62%
XETRA DAX PF/d	12,860.78	1.02%	12:15	6.14%	-19.05%
FTSE MIB/d	21,779.00	0.98%	12:15	5.47%	-20.36%
IBEX 35 INDEX/d	7,659.10	1.50%	12:15	3.97%	-12.10%
FTSE 100 INDEX/d	6,971.62	0.03%	12:15	1.11%	-5.60%
SMI PR/d	10,536.00	1.13%	12:15	2.61%	-18.17%

Source : Reuters, BNPP AM as of 24/10/2022

Currencies vs. USD	Last	Time	Pct. Chng	MTDPct	YTDPct
Euro	0.9823	12:31	-0.38%	0.24%	-13.59%
British Pound	1.1332	12:31	0.27%	1.54%	-16.24%
Japanese Yen	149.34	12:30	1.15%	3.17%	29.79%
Swiss Franc	1.0019	12:30	0.43%	1.53%	9.83%
Canadian Dollar	1.3713	12:30	0.50%	0.26%	8.54%
Australian Dollar	0.6297	12:31	-1.25%	-1.64%	-13.26%

Source : Reuters, BNPP AM as of 24/10/2022

Sectors Europe	Last	Pct. Chng	Time	MTDPct	YTDPct
Retail	258.35	1.79%	12:16	3.88%	-41.92%
Basic Resources	563.84	-0.35%	12:16	2.78%	-6.15%
Constructions	473.73	1.54%	12:16	2.41%	-26.64%
Telecommunications	189.18	0.52%	12:16	-1.72%	-17.73%
Insurance	288.21	1.06%	12:16	4.87%	-10.50%
Financial Services	538.25	1.61%	12:16	0.68%	-28.56%
Oil & Gas	325.65	-0.35%	12:16	5.36%	17.61%
Health Care	952.21	1.29%	12:16	1.92%	-12.01%
Automobiles	506.82	0.58%	12:16	6.30%	-23.18%
Technology	539.09	0.53%	12:16	3.43%	-33.21%
Real Estate	107.92	0.63%	12:16	-2.56%	-44.99%
Bank	128.03	1.34%	12:16	7.52%	-11.73%
Utilities	325.72	2.34%	12:16	0.61%	-19.55%
Chemicals	1,123.15	1.29%	12:16	6.59%	-17.83%
Food & Beverages	727.83	1.60%	12:16	-1.87%	-16.30%

Source : Reuters, BNPP AM as of 24/10/2022

Name	Last	Pct. Chng	Time	MTDPct	YTDPct
EMINI S&P DEC2/d	3,774.25	0.27%	12:20	4.79%	-20.88%
NASDAQ 100/d	11,310.33			3.09%	-30.70%
RUSSELL 2000 I/d	1,742.24	2.22%	22:30	4.66%	-22.41%
N225 DEC2/d	27,010	0.19%	12:10	3.65%	-6.62%
TOPIX INDEX	1,887.19	0.28%	8:00	2.79%	-5.28%
HANG SENG INDE/d	15,180.69	-6.36%	10:08	-11.86%	-35.12%
CSI300 INDEX/d	3,633.37	-2.93%	9:59	-4.51%	-26.46%
KOSPI	2,236.16	1.04%	11:03	3.74%	-24.90%
BVSP BOVESPA I/d	119,928.79			8.99%	14.41%

Source : Reuters, BNPP AM as of 24/10/2022

DISCLAIMER

BNP Paribas Asset Management France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : www,bnpparibas-am,com,

Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille,

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue:

1, ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;

2, ni un conseil d'investissement,

Le présent document réfère à un ou plusieurs instruments financiers agréés et réglementés dans leur juridiction de constitution,

Aucune action n'a été entreprise qui permettrait l'offre publique de souscription des instruments financiers dans toute autre juridiction, excepté suivant les indications de la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) des instruments financiers, où une telle action serait requise, en particulier, aux États-Unis, pour les ressortissants américains (ce terme est défini par le règlement S du United States Securities Act de 1933), Avant de souscrire dans un pays dans lequel les instruments financiers sont enregistrés, les investisseurs devraient vérifier les contraintes ou restrictions légales potentielles relatives à la souscription, l'achat, la possession ou la vente des instruments financiers en question,

Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des instruments financiers de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de consulter les rapports financiers les plus récents des instruments financiers en question, Cette documentation est disponible sur le site web,

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis, La société de gestion de portefeuille n'est nullement obligée de les tenir à jour ou de les modifier, Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés, À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client,

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement, Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt, Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document, Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse, Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial,

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes,

La documentation visée par le présent avertissement est disponible sur www,bnpparibas-am,com,