

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 11 AVRIL 2023

# TALON D'ACHILLE

### SYNTHÈSE

- Résultats des banques et inflation au centre de l'attention
- Inquiétudes concernant l'immobilier commercial
- Risque de récession d'origine géopolitique

### Un moment de vérité

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des  
investissements

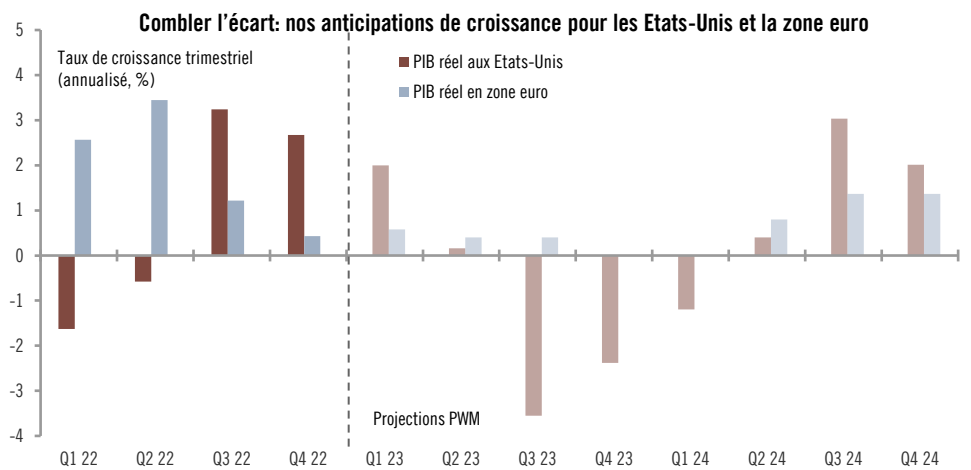
La semaine dernière, les signes de ralentissement se sont multipliés aux Etats-Unis, avec une baisse importante des indices ISM de mars dans l'industrie manufacturière et les services. Selon le rapport Challenger, les embauches ont atteint leur plus bas niveau depuis 2015, tandis que les licenciements continuaient d'augmenter. Alors que les investisseurs tablent de plus en plus sur la fin prochaine du cycle de resserrement monétaire de la Fed, le rapport concernant l'indice des prix à la consommation de mars – attendu demain – constituera un moment de vérité. En effet, le contenu de ce rapport pourrait inciter la Fed à relever une nouvelle fois ses taux, ou à faire une pause. **Une pause semble plus probable.** Les banques américaines se sont détournées du guichet d'escompte de la Fed, utilisé de longue date pour les financements à court terme, pour cibler le Programme de financement à terme des banques (BTFP), créé récemment. Cependant, on observe un recul des volumes d'emprunts d'urgence pour les deux types d'instrument. Parallèlement, les dépôts bancaires ont diminué de USD 65 milliards durant la semaine qui s'est achevée le 29 mars, soit la dixième semaine consécutive de baisse. Mais le rythme des sorties de capitaux a globalement ralenti et – autre bonne nouvelle – les dépôts des petites banques commerciales semblent stabilisés. Les banques américaines donnent cette semaine le coup d'envoi de la saison de publication des résultats du premier trimestre, et les marchés scruteront leur analyse des récents bouleversements du secteur. Jamie Dimon, directeur général de JP Morgan, a déjà déclaré que la crise des dépôts n'était « pas terminée » et que ses effets se feraient sentir plusieurs années. Le secteur technologique pourrait plomber les bénéfices du premier trimestre, alors que les livraisons de PC ont chuté de 29% au niveau mondial et que les ventes des fabricants asiatiques de puces électroniques pâtissent de la surabondance de semi-conducteurs. **Prudents quant aux perspectives de bénéfices, nous conservons un positionnement globalement défensif vis-à-vis des actions.** Nous sommes en outre **négatifs à l'égard des fonds immobiliers**, la capitalisation boursière totale des fonds axés sur l'immobilier commercial ayant fondu à un rythme inédit au cours des deux dernières semaines. Enfin, **nous sommes négatifs à l'égard du haut rendement**, certains rachats par endettement très médiatisés étant dans l'impasse aux Etats-Unis.

Alors que cette année marque le 75<sup>e</sup> anniversaire du plan Marshall, les discussions visant la refonte des règles budgétaires de l'UE devraient gagner du terrain. Certains proposent de remplacer la règle unique par une nouvelle version du pacte de stabilité et de croissance permettant à chaque Etat membre de négocier sa propre trajectoire de réduction de la dette avec la Commission. Une telle modification pourrait changer la donne, mais elle se heurte à une forte résistance de la part des Néerlandais et des Allemands, qui réclament des objectifs stricts en matière de réduction de la dette.

Les signes indiquant une accélération du rebond en Chine ont été masqués par le récent déploiement militaire autour de Taïwan et les efforts des dirigeants européens pour renouer le dialogue avec Pékin, dans un contexte de fortes tensions sur la manière de gérer les relations avec la deuxième puissance mondiale. Alors que la Finlande est devenue officiellement le 31<sup>e</sup> membre de l'OTAN la semaine dernière, le risque d'une **récession d'origine géopolitique** s'accroît.

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LE ROYAUME-UNI CONFRONTÉ À UN RISQUE DE RÉCESSION ACCRU

Aux Etats-Unis, le durcissement monétaire a précédé les récentes turbulences du secteur bancaire, mais les problèmes des banques américaines ont renforcé le risque d'une récession au second semestre. Malgré la montée des risques, la zone euro – dont la dynamique de croissance ne faiblit pas – pourrait en revanche échapper à la récession.



## MACROÉCONOMIE: CHANGEMENT DE BRAQUET

### Ralentissement continu du rythme des embauches aux Etats-Unis

Le rythme des embauches aux Etats-Unis a continué de ralentir en mars: la création d'emplois non agricoles a chuté à 236 000 (326 000 en février et 472 000 en janvier), tandis que le taux de chômage passait de 3,6% à 3,5%. Le salaire horaire moyen a augmenté à un rythme annuel de 4,2%, contre 4,6% en février. Par ailleurs, l'indice des directeurs d'achat (PMI) manufacturier de l'ISM a faibli plus qu'anticipé en mars, passant de 47,7 le mois précédent à 46,3, soit un plancher depuis mai 2020. De son côté, l'indice ISM des services a plongé de 55,1 à 51,2.

### Hausse rapide de l'activité des services au Japon

Le PMI «au Jibun Bank» de l'industrie manufacturière est passé de 47,7 en février à 49,2 en mars, tandis que le PMI des services passait de 54,0 à 55,0 – le rythme le plus rapide depuis plus de neuf ans. En outre, l'enquête Tankan de la Banque du Japon sur la conjoncture du premier trimestre reflète une activité soutenue dans les services, tandis que l'industrie manufacturière montre des signes de faiblesse.

### Regain de vigueur pour l'industrie allemande

Les commandes des entreprises allemandes ont progressé de 4,8% en février par rapport au mois précédent, enregistrant ainsi une troisième augmentation consécutive. La production industrielle a également bien progressé, avec une hausse de 2,0% en rythme mensuel dépassant les anticipations. Enfin, les exportations allemandes ont augmenté de 4% en glissement mensuel en février, tandis que les importations progressaient de 4,6%.

## MARCHÉS: LE CALME RÈGNE SUR LE FRONT OCCIDENTAL

### Inflation et bénéfices aux Etats-Unis

A l'approche de la saison de publication des résultats du premier trimestre, la semaine dernière a été calme pour les actions: le S&P 500 a enregistré une baisse dérisoire de 0,06% (en USD<sup>1</sup>) et le Stoxx Europe 600 a progressé de 0,34% (en EUR<sup>2</sup>). Les marchés américains ont digéré la baisse des offres d'emploi et la diminution des emplois non agricoles. Ces données n'ont pas été trop mal accueillies. Conjuguées à une faible hausse des salaires, elles pourraient inciter la Fed à hésiter à relever une nouvelle fois ses taux directeurs le 3 mai. Mais le verdict n'est pas encore tombé, et l'indice des prix à la consommation de mars – attendu cette semaine – pèsera dans la balance. Une hausse des rendements obligataires en fin de semaine a entravé la performance du Nasdaq<sup>3</sup> à forte composante technologique. De même que pour les hausses de taux de la Fed, le verdict est attendu pour le secteur de la technologie. Mais les efforts déployés par les géants du secteur pour réduire les coûts et la hausse des estimations de bénéfices par action sont encourageants pour certaines entreprises assez solides financièrement pour surmonter un ralentissement économique aux Etats-Unis. La perspective d'une

décélération (voire d'une récession aux Etats-Unis) susceptible de peser sur les indices boursiers nous incite néanmoins à sous-pondérer les actions américaines, tandis que nous restons neutres vis-à-vis de leurs homologues de la zone euro.

#### **Verdict de la Fed**

Le recul des anticipations d'inflation s'est traduit par une baisse de 20 pb du rendement des bons du Trésor américain à deux ans – qui s'est établi à 3,83% jeudi dernier –, tandis que le rendement de l'échéance à 10 ans chutait à 3,31%, niveau inédit depuis septembre dernier. Les responsables de la Fed continuent néanmoins de juger l'inflation excessivement élevée et persistante. Alors que la situation des banques américaines semble se stabiliser, il est difficile de savoir quelle décision va prendre le Comité de politique monétaire de la Fed lors de sa réunion de mai. Notre scénario de base envisage la fin du durcissement monétaire, avec des Fed Funds inchangés à 4,75-5,0%. Mais nous n'anticipons pas de baisse des taux cette année, sauf en cas de pénurie de crédit sévère. Cette analyse s'oppose au positionnement du marché, qui espère actuellement jusqu'à 60 pb de baisse des taux d'ici la fin de l'année. Compte tenu de cet optimisme excessif, nous pourrions assister à un léger rebond des rendements à court terme avant la fin 2023. Mais au vu du recul des pressions inflationnistes, du resserrement des conditions de financement et de la montée du risque de récession, les rendements ajustés du risque restent attractifs pour les bons du Trésor de toutes les échéances. Nous continuons donc de surpondérer les bons du Trésor américain et avons étendu notre exposition à la duration au segment 7-10 ans.

#### **Résurrection de la livre**

Les chiffres de l'emploi américain publiés la semaine dernière ont entraîné une révision à la hausse de la trajectoire des taux de la Fed sans stimuler significativement le dollar, tandis que les indicateurs suggéraient une détérioration de la dynamique économique. Les écarts de taux d'intérêt et de croissance évoluant en faveur de la zone euro, nous avons récemment opté pour une surpondération tactique de l'euro par rapport au dollar. Bien qu'elle soit la devise du G10 la plus performante depuis le début de l'année, la livre est moins convaincante. La devise britannique a certes bénéficié de la hausse des taux d'intérêt, dans un contexte d'amélioration des perspectives de croissance et de stabilisation de la politique budgétaire au Royaume-Uni. Mais les ménages britanniques sont vulnérables à la hausse des taux hypothécaires et au renchérissement du coût de la vie, de sorte que le niveau élevé des taux d'intérêt continuera de pénaliser l'économie domestique. En résumé, la résurrection de la livre semble quelque peu exagérée.

## PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, APRIL 2023](#)

[BONDS' ROLLER-COASTER RIDE MAY NOT BE OVER YET \(06 APRIL 2023\)](#)

[HAVE ENDOWMENTS FOUND A PLACE TO HIDE? \(21 MARCH 2023\)](#)

[2023 GLOBAL MACRO OUTLOOK: SCENARIO UPDATE \(FLASH NOTE 15 MARCH 2023\)](#)

[CHINA: MODEST ECONOMIC TARGETS AND PRUDENT POLICY SUPPORT \(FLASH NOTE 7 MARCH 2023\)](#)

[OUR 2023 OUTLOOK FOR ITALIAN SOVEREIGN BONDS \(FLASH NOTE 17 FEBRUARY 2023\)](#)

[THE CURIOUS CASE OF OFFICIAL GOLD DEMAND \(FLASH NOTE 14 FEBRUARY 2023\)](#)

[CHINKS OF LIGHT FOR M&A \(FLASH NOTE 26 JANUARY 2023\)](#)

[THINGS LOOK UP FOR CHINESE EQUITIES \(FLASH NOTE 17 JANUARY 2023\)](#)

[OUR 2023 OUTLOOK FOR EMERGING-MARKET BONDS \(FLASH NOTE 12 JANUARY 2023\)](#)

---

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

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

<sup>3</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, Nasdaq Composite (rendement net sur 12 mois en dollar): 2018, -2,8%; 2019, 36,7%; 2020, 44,9%; 2021, 22,2%; 2022, -32,5%.

## **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](http://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.