

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 18 DECEMBRE 2023

# VIRAGE VERS DES BAISSES DE TAUX

### SYNTHÈSE

- La Fed offre à Wall Street un cadeau de Noël avant l'heure
- Les sorties de capitaux des marchés monétaires soutiennent notre argumentaire en faveur des obligations de qualité
- La faible volatilité fait baisser le coût de la protection des portefeuilles

### Des taux élevés pour plus longtemps... mais pas pour toujours

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des investissements

La Réserve fédérale américaine a pris les marchés de court la semaine dernière à l'occasion d'un remarquable tournant de politique monétaire, en signalant qu'elle avait commencé à discuter de baisses de taux d'intérêt dans un message au ton accommodant qui a entraîné un rebond des obligations et des actions. Le message a pris le contrepied des déclarations du président de la Fed, Jay Powell, qui avait affirmé deux semaines plus tôt qu'il était trop tôt pour évoquer un calendrier d'assouplissement de la politique monétaire. La médiane des attentes des responsables de la Fed table désormais sur des réductions de trois quarts de points l'année prochaine, un scénario qui pourrait soutenir le président Joe Biden dans la course à la Maison-Blanche l'année prochaine. Les responsables de la Fed ont également revu à la baisse leurs prévisions d'inflation pour cette année et l'année prochaine, et les marchés anticipent maintenant la première baisse en mars. Ce tournant de politique monétaire a fait plonger le rendement des bons du Trésor à 10 ans sous les 4%. **Nous sommes longs sur la duration américaine et nous privilégions les obligations *investment grade* américaines** Du côté des actions, le S&P500<sup>1</sup> a inscrit sa septième semaine positive consécutive, l'indice Russell 2000<sup>2</sup> des petites capitalisations plus sensibles aux taux a bondi de 5,6% (en USD) pour atteindre un pic de 52 semaines, et l'indice VIX de volatilité implicite a chuté. Les marchés monétaires ont enregistré leurs premières sorties de capitaux depuis octobre, une évolution qui s'inscrit dans la droite ligne de notre thème de **transition des investissements des liquidités vers les obligations de qualité**. Une grande compagnie d'assurance-maladie américaine s'est retirée d'un projet de fusion et a annoncé son intention d'augmenter les rachats d'actions, une initiative qui cadre avec notre préférence d'investissement dans des entreprises qui peuvent verser des dividendes à leurs actionnaires.

Des accidents peuvent se produire sur les marchés, comme l'a prouvé l'Argentine, dont le nouveau gouvernement a dévalué la monnaie de 50% et qui s'est engagée dans des mesures d'austérité pour faire face à la crise économique. En Europe, en dehors de la banque centrale norvégienne qui a procédé à un relèvement inattendu de ses taux, les décideurs politiques ont fait preuve de prudence. La Banque centrale européenne (BCE) n'a pas évoqué de baisses de taux lors de sa réunion, a déclaré sa présidente Christine Lagarde. Notre scénario de base part du principe que la BCE commencera à réduire ses taux en juin, avec un risque de décision plus précoce en avril, mais qui dépendra dans une large mesure de la Fed. **Nous sommes longs sur la duration européenne et les obligations *investment grade* européennes**

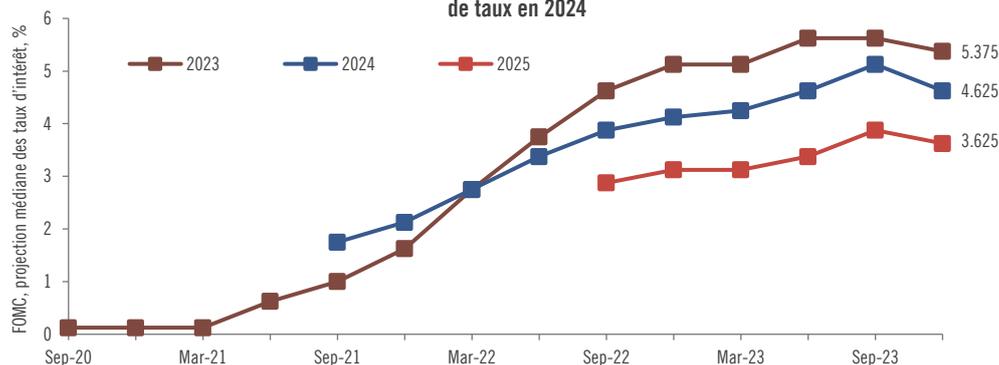
En Chine, les indicateurs économiques indiquent une croissance soutenue par les mesures de relance. Toutefois, le pays continue de lutter contre la déflation, car l'effondrement du secteur immobilier a entraîné une contraction de la demande et des prix. Vendredi dernier, la Banque populaire de Chine (BPC) a injecté un montant record de liquidités dans le système bancaire. **Il semble judicieux de diversifier les investissements en actions des marchés émergents**. Cette semaine, la Banque du Japon (BoJ) se réunit mardi et devrait maintenir le statu quo concernant sa politique monétaire. La BoJ fera sans doute preuve de prudence dans les mois à venir, mais nous continuons à sous-pondérer les obligations d'Etat japonaises, car la banque centrale subit des pressions l'incitant à abandonner son contrôle de la courbe des taux et sa politique de taux négatifs courant 2024.

Après une année mouvementée, nous vous adressons nos meilleurs vœux en cette période des fêtes et pour 2024.

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LES «COLOMBES» DE LA FED SONT DE RETOUR

Les économistes ont été surpris par le ton accommodant des propos tenus par le président de la Fed Jerome Powell après la réunion de la Fed de la semaine dernière. Ce dernier a confirmé que des discussions sur des baisses de taux avaient commencé, après avoir affirmé il y a trois semaines qu'aucune n'était à l'ordre du jour. Les chiffres de l'indice des prix à la production suggèrent que la hausse de l'indice des dépenses de consommation des ménages (PCE) pour novembre sera beaucoup plus faible que prévu, ce qui a incité les responsables de la Fed à abaisser leurs projections d'inflation. Les responsables de la Fed anticipent désormais trois baisses de taux de 25 points de base (pb) au lieu de deux en 2024, avec une prévision médiane de taux des Fed funds à 4,625% fin 2024, contre 5,375% aujourd'hui.

«Dot plot» trimestriel de la Fed: les responsables anticipent maintenant 75 pb de baisses de taux en 2024



Source: Pictet Wealth Management, Federal Open Market Committee, au 18.12.2023

## MACROÉCONOMIE: LES ÉTATS-UNIS GARDENT LA MÊME ALLURE, ALORS QUE LA ZONE EURO CHANCELLE

### L'inflation américaine poursuit son repli

L'indice des prix à la consommation américain a légèrement baissé pour atteindre un taux annuel de 3,1% en novembre, contre 3,2% en octobre. Toutefois le chiffre sous-jacent (hors alimentation et énergie) est resté inchangé à 4%. Aux Etats-Unis, l'indice des prix à la production (IPP) est tombé d'un taux annuel de 1,2% en octobre à 0,9%, un chiffre largement inférieur à la moyenne de 2011-2019 de 1,68%. L'IPP sous-jacent a chuté à 2% en novembre. Les ventes au détail aux Etats-Unis ont augmenté de 0,3% en novembre, effaçant une baisse de 0,2% en octobre, et se sont établies à 4,1% au-dessus du niveau de novembre 2022.

### Le moral de la zone euro au plus bas

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) de HCOB pour la zone euro s'est contracté à 47 en décembre, contre 47,6 en novembre, selon les chiffres préliminaires. L'indice PMI manufacturier est resté inchangé à 44,2, très nettement en territoire de contraction, tandis que l'indice PMI des services diminuait de 48,7 à 48,1. Les nouvelles ont été plus positives au Royaume-Uni, où le PMI composite est passé de 50,7 à 51,7. En parallèle, la production industrielle de la zone euro a cédé 0,7% en octobre par rapport au mois précédent, et 6,6% sur un an.

### Les effets de base redonnent un coup de fouet aux données chinoises

La production industrielle chinoise a progressé de 6,6% en novembre en glissement annuel (contre 4,6% en octobre), tandis que les ventes au détail augmentaient de 10,1% (contre 7,6% en octobre). Les deux chiffres ont été faussés par des effets de base liés au covid. Les investissements en capital fixe en Chine ont augmenté de 2,9% au cours des 11 premiers mois de 2023.

## MARCHÉS: EMBELLIE DES FÊTES

### Accélération du marché américain

Le rebond des actions américaines a repris de la vitesse la semaine dernière, grâce en grande partie aux allusions de la Fed concernant des baisses de taux. La baisse des rendements obligataires s'est traduite par des gains importants de tous les indices, en particulier pour l'indice Russell 2000 des petites capitalisations, qui a gagné 5,6% sur la semaine (en USD<sup>3</sup>). Compte tenu de leur endettement plus élevé, les petites capitalisations ont particulièrement profité de l'assouplissement des conditions financières. Bien que les gains du marché dans son ensemble aient contribué à combler l'écart de performance entre les secteurs, avec un gain de 42,7% (en USD<sup>4</sup>) depuis le début de l'année, l'indice composite Nasdaq des valeurs technologiques reste le «chouchou» des investisseurs. Tandis que l'argument en faveur d'un «atterrissage en douceur» des Etats-Unis se renforce, la trajectoire baissière

des chiffres déjà faibles du PMI de la zone euro, ainsi que le discours plus ferme de la BCE sur l'inflation, se sont traduits par des gains moins prononcés pour le Stoxx Europe 600 la semaine dernière. Nous restons néanmoins persuadés que les actions européennes fourniront des rendements monétaires plus élevés que leurs rivales américaines l'année prochaine. La progression des indices asiatiques a également été modeste, les investisseurs continuant d'exprimer leur scepticisme quant aux perspectives de la Chine. Dans l'ensemble, la volatilité des actions reste faible, mais pourrait s'accroître dans le courant de l'année 2024, notamment dans la mesure où l'écart de performance entre les actions tend à se resserrer après une année marquée par une forte concentration des gains.

### Le rebond des obligations se poursuit

Les marchés obligataires ont poursuivi leur rebond la semaine dernière, avec la baisse importante des rendements le long de la courbe des taux du Trésor américain, à la suite des allusions de la Fed sur des baisses de taux et sur le recul de la hausse des prix, et en particulier des prix à la production. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a chuté sous la barre des 4% pour la première fois depuis juillet, les marchés à terme anticipant des baisses des taux de la Fed de l'ordre de 140 points de base l'année prochaine. Ces anticipations, qui sont très supérieures aux estimations de la Fed de 75 pb, suggèrent qu'une certaine prudence est de mise quant à l'ampleur de nouvelles baisses de rendements. Dans le même temps, la probabilité de baisses des taux directeurs à court terme justifie notre décision de sortir de la courbe de durée juste avant ce rebond. La baisse des rendements dans la zone euro a généralement été moins marquée, car la BCE a maintenu une position plus restrictive. Elle s'est néanmoins accélérée vendredi après la publication des chiffres des PMI, qui ont montré que l'économie de la zone euro était à la peine. Dans ce contexte, le rendement du Bund allemand à 10 ans a plongé à son plus bas niveau depuis janvier. La semaine dernière, les obligations d'entreprise américaines ont également enregistré des gains importants grâce à une forte baisse des *spreads*. Le recul des *spreads* américains au-dessous de leur médiane à long terme suggère que le crédit européen pourrait avoir un plus grand potentiel, le resserrement des *spreads* des obligations américaines **non-investment grade** appelant à une plus grande prudence.

### La Norvège fait feu de tout bois

Naturellement, le dollar s'est déprécié par rapport à la plupart des autres grandes devises la semaine dernière après les signaux très nets envoyés par la Fed indiquant que des baisses de taux étaient imminentes. Toutefois, l'euro a abandonné une partie des gains importants accumulés à la fin de la semaine, après la publication de données médiocres sur le moral des entreprises qui ont jeté un doute sur la promesse de la BCE de ne pas baisser la garde. Le yen a lui aussi fortement progressé. La devise japonaise est certes sous-évaluée, mais dans la mesure où le marché anticipe déjà environ 125 pb de baisses de taux de la Fed, on peut se demander jusqu'où elle peut encore se hisser à court terme sans une normalisation monétaire précoce de la Banque du Japon. Cela dit, la couronne norvégienne se démarque très clairement comme la principale surperformance, tandis que la Norges Bank a relevé ses taux la semaine dernière et laissé entendre qu'elle pourrait les maintenir inchangés jusqu'à la fin de 2024. Enfin, l'or a également bénéficié de la baisse des rendements américains, même si on peut s'interroger sur son potentiel à court terme, étant donné que la demande d'or pourrait ne pas s'améliorer énormément dans les semaines à venir.

## PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, DECEMBER 2023](#)

[THE FED PIVOTS, ITS PEERS HOLD BACK \(15 DECEMBER 2023\)](#)

[EQUITY VOLATILITY: 2024 OUTLOOK \(13 DECEMBER 2023\)](#)

[EMERGING-MARKET CURRENCIES: 2024 OUTLOOK \(12 DECEMBER 2023\)](#)

[OIL MARKET: 2024 OUTLOOK \(11 DECEMBER 2023\)](#)

[CHINA: 2024 OUTLOOK \(07 DECEMBER 2023\)](#)

[SWISS FRANC: 2024 OUTLOOK \(07 DECEMBER 2023\)](#)

[EURO AREA: 2024 OUTLOOK \(06 DECEMBER 2023\)](#)

[JAPAN AND JAPANESE BONDS: 2024 OUTLOOK \(06 DECEMBER 2023\)](#)

[US ECONOMY: 2024 OUTLOOK \(04 DECEMBER 2023\)](#)

[SWISS ECONOMY AND GOVERNMENT BONDS: 2024 OUTLOOK \(01 DECEMBER 2023\)](#)

[CORPORATE BONDS: 2024 OUTLOOK \(01 DECEMBER 2023\)](#)

[PRECIOUS METALS: 2024 OUTLOOK \(30 NOVEMBER 2023\)](#)

[CORE GOVERNMENT BONDS: 2024 OUTLOOK \(29 NOVEMBER 2023\)](#)

[EMERGING-MARKET BONDS: 2024 OUTLOOK \(27 NOVEMBER 2023\)](#)

---

<sup>1</sup> 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%.

<sup>2</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, Russell 2000 (rendement net sur 12 mois en dollars): 2018, -11,0%; 2019, 25,5%; 2020, 20,0%; 2021, 14,8%; 2022, -20,4%.

<sup>3</sup> Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, Russell 2000 (rendement net sur 12 mois en dollars): 2018, -11,0%; 2019, 25,5%; 2020, 20,0%; 2021, 14,8%; 2022, -20,4%.

<sup>4</sup> 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%.

## 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.