

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 20 FÉVRIER 2023

QUI BLUFFE?

SYNTHÈSE

- Les actions américaines en hausse malgré la Fed
- Les surprises concernant les bénéfiques plus importantes en Europe qu'aux Etats-Unis
- Un attrait de la dette à court terme qui perdure

Récession géopolitique

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

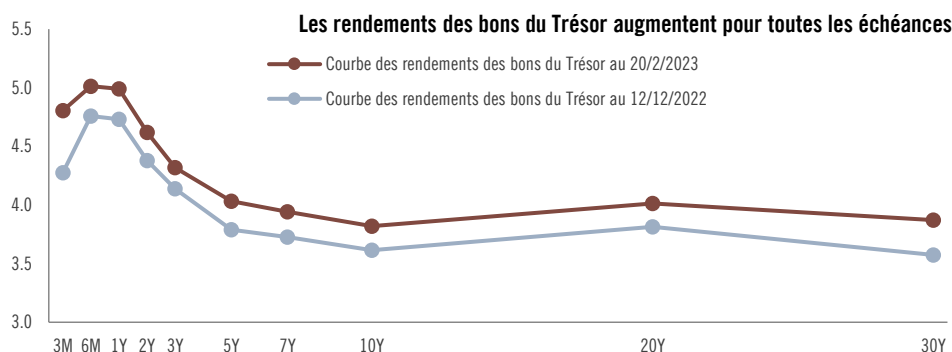
Aux Etats-Unis, les ventes de détail et l'indice des prix à la production (IPP) de janvier, ainsi que la persistance de l'inflation dans le secteur des services – nettement supérieure aux attentes –, ont incité certains responsables de la Fed à réclamer de nouvelles hausses de taux de 50 pb la semaine dernière. Selon notre scénario de référence, la Fed relèvera ses taux de 25 pb à deux reprises d'ici la fin mai avant de faire une pause, mais la tendance haussière persistante des prix à la production pèsera sur les marges des entreprises. De manière surprenante, l'indice S&P 500 a seulement légèrement fléchi malgré la hausse des rendements obligataires, tandis que le Nasdaq, axé sur la technologie, clôturait même la semaine en hausse. La prime de risque des actions américaines (leur rendement excédentaire par rapport aux obligations d'Etat sans risque) a ainsi chuté à un plancher depuis 2007. Compte tenu des pressions sur les marges qui érodent les bénéfices, des valorisations élevées et de la faible probabilité de baisse des taux, **nous restons prudents face à l'ensemble des marchés actions, notamment américains. L'évolution de la situation géopolitique, qui reste un thème d'investissement central**, tend à justifier ce positionnement. Certaines entreprises américaines sont mises sur liste noire par la Chine (l'une d'elles a vendu des armes à Taïwan), tandis qu'un fabricant de puces néerlandais vient d'accuser un ancien employé d'avoir divulgué des secrets à la Chine.

Bruxelles continue de peaufiner sa réponse à la loi américaine sur la réduction de l'inflation et envisage que les fonds du plan Next Generation EU visent plus précisément à préserver et à protéger l'industrie européenne. Les pays membres de l'UE pourraient également bénéficier d'une flexibilité budgétaire accrue dans le cadre d'un pacte de croissance et de stabilité remanié. A ce stade, les bonnes surprises de la saison de publication des résultats du quatrième trimestre ont été plus nombreuses pour les entreprises européennes que pour leurs homologues américaines. La réouverture de la Chine a soutenu les grands exportateurs européens et le secteur du luxe, tandis que les résultats des banques dépassaient les attentes. Ce contexte, associé à des valorisations plus faibles, s'est encore traduit par la surperformance des actions européennes par rapport aux actions américaines. Isabel Schnabel, membre du conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE), a pourtant souligné dans une interview que les marchés pourraient sous-estimer les risques d'inflation. En résumé, **la dichotomie entre la performance des marchés actions et la trajectoire des taux d'intérêt est le défi numéro un des investisseurs**. La Première ministre écossaise, Nicola Sturgeon, a démissionné la semaine dernière. C'est une bonne nouvelle pour le Parti travailliste, mais sans doute pas pour l'indépendance de l'Ecosse. Dans le même temps, le salaire moyen au Royaume-Uni a augmenté de 6,7% en rythme annuel au quatrième trimestre 2022, une progression plus rapide qu'anticipé.

En Chine, l'augmentation du crédit a été tirée en janvier par les prêts aux entreprises tandis que le crédit aux ménages s'essouffait, ce qui reflète l'atonie de la demande de prêts hypothécaires. Selon toute vraisemblance, la Banque populaire de Chine devrait continuer à assouplir sa politique pour tenter de stabiliser les prix de l'immobilier. Parallèlement, **l'ampleur de la reprise chinoise devra être surveillée de près, car la richesse et le sentiment des ménages demeurent étroitement liés au secteur immobilier**. Nous nous concentrerons cette semaine sur les indices des directeurs d'achat en Europe et aux Etats-Unis, ainsi que sur l'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan pour janvier.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: AJUSTEMENT DE LA COURBE DES TAUX

La bonne tenue des données économiques incite les marchés à écarter l'hypothèse d'une récession, mais la Réserve fédérale pourrait continuer à relever ses taux et attendre plus longtemps avant d'infléchir sa politique si l'inflation restait soutenue. Les rendements des bons du Trésor américain à un an ont augmenté d'environ 26 pb depuis la réunion de la Fed de décembre. Les investisseurs reçoivent désormais un rendement de 5% sur les bons du Trésor à court terme, niveau inédit depuis des années.



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance LP., au 20.02.2023

MACROÉCONOMIE: DIFFICILE D'Y VOIR CLAIR

Recul de l'inflation et rebond des ventes de détail aux Etats-Unis

L'indice des prix à la consommation (IPC) américain a reculé moins qu'attendu en janvier, à 6,4% en rythme annuel (contre 6,5% en décembre et un pic de 9,1% en juin). L'inflation globale a accéléré à 0,5% en glissement mensuel, après 0,1% en décembre. Dans le même temps, l'IPC «core», qui exclut les prix de l'énergie et des denrées alimentaires, a augmenté de 5,6%. Le mois dernier a également été marqué par un rebond des ventes de détail aux Etats-Unis. Après deux mois de baisse, celles-ci ont augmenté de 3% en janvier par rapport à décembre.

Bilan 2022 inquiétant pour la production industrielle européenne

La production industrielle de la zone euro a diminué de 1,1% en glissement mensuel en décembre, après une augmentation de 1,4% en novembre. L'essentiel de cette baisse est imputable à l'Allemagne, alors que la France et l'Italie sont restées dans le vert. Aux Etats-Unis, la production industrielle a été stable en janvier, une amélioration par rapport aux baisses de 0,6% et 1,0% enregistrées respectivement en novembre et en décembre.

Baisse des prix à la production en Chine

En Chine, les indicateurs du crédit reflètent une image contrastée. L'augmentation du financement global a ralenti à 9,4% en rythme annuel en janvier (9,6% en décembre), la forte demande de prêts aux entreprises contrastant avec la faible demande en termes de crédit des ménages. Parallèlement, l'indice des prix à la production (IPP) s'est contracté à un taux annuel de 0,8% en janvier, après 0,7% en décembre. A titre de comparaison, l'IPP américain s'est établi à 6,0% en janvier. En baisse par rapport à décembre (6,2%), ce chiffre demeure néanmoins supérieur aux anticipations du consensus.

MARCHÉS: LES YEUX RIVÉS SUR LES DONNÉES

Les doutes vis-à-vis des taux affectent les actions américaines

En contraignant les investisseurs à écarter l'hypothèse d'une baisse des taux cette année, la vigueur des ventes de détail, combinée à des IPP et ICP américains plus élevés qu'anticipé en janvier, a entraîné un léger recul du S&P 500 de 0,2% (en USD¹). De son côté, le Nasdaq a enregistré un gain hebdomadaire de 0,6% (en USD²) malgré la hausse des rendements souverains, probablement grâce à la poursuite des rachats de couverture. Soutenu par les bons résultats du quatrième trimestre – notamment dans le secteur financier – et le recul des craintes de récession, l'indice Stoxx Europe 600 a ignoré les nouvelles déclarations agressives de la BCE et gagné 1,44% (en EUR³). Quant à l'indice britannique FTSE 100⁴ (à l'égard duquel nous sommes neutres), il a brièvement atteint des sommets grâce aux bénéfices exceptionnels des secteurs de l'énergie, de la finance et des matières premières – qui dominent au sein de l'indice. Enfin, le CAC 40⁵ français a atteint un record jeudi dernier. En revanche, la montée des anticipations concernant une poursuite de la hausse des taux aux Etats-Unis a pénalisé les marchés émergents. Dans l'ensemble, les rendements élevés des bons du Trésor, les

attentes modestes en matière de bénéfices et les valorisations élevées dans un contexte incertain devraient favoriser un regain de volatilité. Cela explique le rebond des transactions selon l'indice de volatilité du CBOE... et notre prudence constante vis-à-vis des marchés actions, où les compétences en matière de sélection des titres sont de plus en plus appréciées.

Le rétrécissement de la prime de rendement rattrape les obligations

Les rendements des bons du Trésor américain ont augmenté la semaine dernière, les indicateurs incitant les marchés à terme à prévoir un pic plus élevé pour les taux d'intérêt et à retarder les attentes d'un « pivot » de la Fed. Les commentaires agressifs de la BCE ont également poussé les rendements obligataires européens à la hausse. Les valorisations semblent relativement chères pour les obligations des marchés émergents, alors que nous attendons de voir quelle sera l'ampleur du rebond en Chine. Il convient en outre de rester prudent vis-à-vis des obligations d'entreprise, notamment celles qui sont les plus risquées. Les obligations *investment grade* à court terme – en particulier les obligations d'entreprise américaines notées « BBB » d'échéances inférieures à deux ans – offrent néanmoins un rendement de 5,4% attractif par rapport aux actions. Sans surprise, les volumes d'émission de dette d'entreprise de haute qualité – un segment prisé des investisseurs – ont fortement augmenté. Bien que la persistance de l'inflation et l'attitude ferme des banques centrales risquent de doucher l'enthousiasme actuel, la dette à court terme (ainsi que les liquidités) pourrait conserver son attrait relatif.

Le dollar refuse de se replier

Après les chiffres robustes de l'emploi publiés en janvier, le ralentissement moins marqué qu'anticipé des prix à la consommation et la vigueur des ventes de détail le mois dernier ont contribué à renforcer le dollar, les investisseurs abaissant leurs anticipations de réduction des taux de la Fed pour l'année en cours. Le yen a également marqué le pas, les marchés révisant leurs anticipations à l'égard des taux américains et sopesant avec prudence la volonté du nouveau gouverneur de la Banque du Japon, Kazuo Ueda, de modifier radicalement la politique monétaire. Dans le même temps, la hausse des rendements américains a pesé sur l'or. Nous avons néanmoins relevé nos anticipations à 12 mois pour le métal jaune, en raison de la forte demande officielle, mais aussi parce que les divers facteurs qui ont soutenu le dollar ces derniers temps devraient s'avérer temporaires.

RECENT PUBLICATIONS

[HOUSE VIEW, FEBRUARY 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 \(FLASH NOTE 12 JANUARY 2023\)](#)

[OUR 2023 OUTLOOK FOR PRECIOUS METALS \(FLASH NOTE 29 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR 2023 OUTLOOK FOR THE EURO AREA ECONOMY \(FLASH NOTE 22 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR 2023 OUTLOOK FOR THE UK AND FOR GILTS \(FLASH NOTE 19 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR CORPORATE BOND OUTLOOK FOR 2023 \(FLASH NOTE 13 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR 2023 FORECAST FOR JAPAN \(FLASH NOTE 12 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR 2023 OUTLOOK FOR SWITZERLAND \(FLASH NOTE 09 DECEMBER 2022\)](#)

[CENTRAL BANKS' HAWKISH DOWNSHIFT \(FLASH NOTE 09 DECEMBER 2022\)](#)

¹ 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%.

² 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%.

³ 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%.

⁴ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, FTSE 100 Index Total Return (rendement net sur 12 mois en livre): 2018, -8,73%; 2019, 17,3%; 2020, -11,5%; 2021, 18,4%; 2022, 4,7%.

⁵ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, CAC 40 (rendement net sur 12 mois en euro): 2018, -8,0%; 2019, 30,5%; 2020, -5,0%; 2021, 31,9%; 2022, -6,7%.

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 redisseminated 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.