

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 20 NOVEMBRE 2023

### FERMEZ LA PORTE

#### SYNTHÈSE

- La rencontre Biden-Xi apaise les tensions géopolitiques
- La fête de Thanksgiving permet de prendre la température de la consommation américaine
- La cour constitutionnelle allemande retoque une décision budgétaire; nous apprécions les Bunds

#### Les pandas sont de retour

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des  
investissements

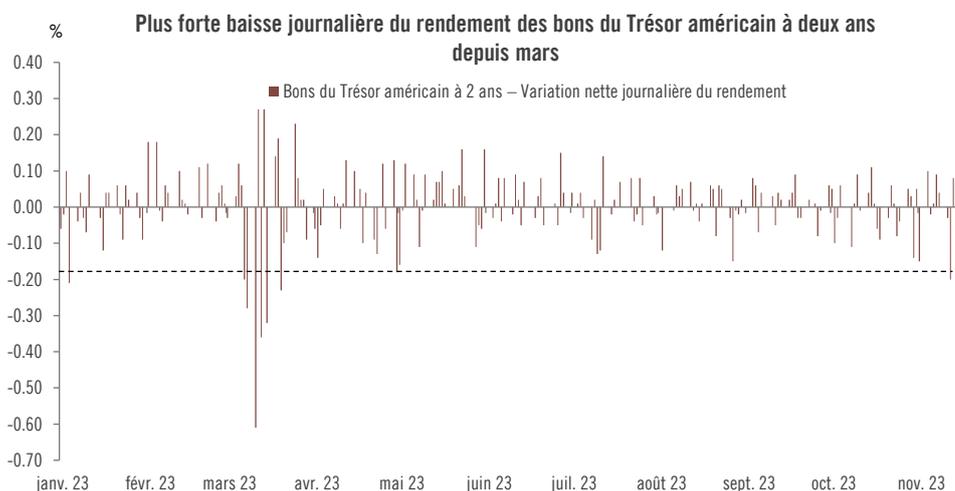
La rencontre entre le président américain Joe Biden et son homologue chinois Xi Jinping la semaine dernière a donné l'occasion aux deux dirigeants de reprendre un dialogue constructif, marquant un relâchement des tensions entre les superpuissances salué par les marchés. En clôture de la réunion, Xi Jinping a indiqué que la Chine enverrait de nouveaux pandas aux Etats-Unis en tant qu'«émissaires de l'amitié». En point d'orgue cette semaine, nous suivrons la publication des indices des directeurs d'achats (PMI) et Thanksgiving – qui permettra d'établir un nouveau bilan de santé de la consommation – tandis qu'un géant américain de la distribution a déclaré la semaine dernière qu'il avait constaté une «baisse plus marquée» des ventes au cours de la deuxième quinzaine d'octobre et qu'il faudrait «repenser la santé du secteur de la consommation». La baisse plus faible que prévu des ventes au détail le mois dernier a souligné la résilience toujours présente des consommateurs américains, mais également un ralentissement de la croissance de la consommation. Les derniers chiffres de l'indice des prix à la consommation (IPC) ont fait ressortir une inflation globale et sous-jacente en glissement annuel inférieures aux attentes en octobre. Bien que tous les indicateurs ne soient pas au vert pour la Fed, il s'agit d'un pas dans la bonne direction qui ferme probablement la porte à de nouveaux relèvements de taux. Le ralentissement économique était également apparent dans l'enquête NFIB sur les petites entreprises d'octobre, qui a montré une 22<sup>e</sup> baisse consécutive de son indice d'optimisme. On constate un net ralentissement aux Etats-Unis et dans autres économies; la question clé est de savoir s'ils peuvent éviter la récession. Sur le plan politique, le Congrès a adopté un projet de loi de financement à court terme pour financer une partie des dépenses publiques jusqu'au 19 janvier et d'autres secteurs des dépenses publiques jusqu'au 2 février 2024. Ces annonces ont favorisé les actions, à l'image du S&P 500, en progression de 2,3%<sup>1</sup> (en USD) sur la semaine, suite à la baisse des rendements des bons du Trésor à 10 ans à 4,4%. L'indice Russell 2000 des petites capitalisations a bondi de 5,5%<sup>2</sup> (en USD), soutenu par la baisse des coûts de financement. Sur les marchés du crédit, les titres Investment Grade ont rebondi. À l'inverse, les valeurs plus risquées sont restées à la traîne. **Nous maintenons notre préférence pour les obligations Investment Grade de qualité supérieure.**

En Europe, la cour constitutionnelle allemande a retoqué une décision budgétaire portant sur l'affectation de 60 milliards d'euros, portant un nouveau coup à la coalition au pouvoir et soulevant des questions sur la viabilité des plans de dépenses vertes à moyen terme de Berlin. La croissance du PIB de la zone euro a été confirmée à -0,1% en glissement trimestriel au troisième trimestre. **Nous apprécions les Bunds, en raison de la dynamique de croissance plus faible en Europe et de la durée ajoutée récemment.** Les actions européennes ont progressé de 2,9% sur la semaine (en euros). Au Royaume-Uni, l'inflation a fortement diminué en octobre à 4,6% en octobre, contre 6,7% en septembre, **confortant ainsi notre conviction selon laquelle la Banque d'Angleterre (BoE) baissera ses taux à un moment donné au milieu de l'année prochaine.** Cette semaine sera marquée par la présentation du budget du gouvernement britannique.

En Chine, le renforcement de la dynamique continue d'être soutenu par les aides budgétaires. Les nouvelles émissions d'obligations d'Etat sont ressorties à RMB 1 600 milliards en octobre, sur fond d'émissions d'obligations spéciales de refinancement des collectivités locales et de concentration en début de période («front-loading») des émissions d'obligations spéciales des collectivités locales. **Nous continuons d'anticiper des mesures de soutien politique supplémentaires de la part du gouvernement chinois, en raison de la fragilité de la reprise.** En Amérique latine, l'Argentine connaît son «moment Trump» avec l'élection à la présidence de Javier Milei, qui a remporté 56% des voix. Reste à voir s'il pourra mettre en œuvre les réformes économiques promises.

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LES DONNÉES AUX ÉTATS-UNIS PROVOQUENT UN REBOND DES BONS DU TRÉSOR

Mardi dernier, la baisse inattendue des chiffres l'inflation à la consommation aux États-Unis en octobre a entraîné la plus forte baisse journalière du rendement des bons du Trésor américain à deux ans depuis mars dernier, alors que les acteurs du marché prévoient de plus en plus que la Fed laissera ses taux inchangés lors de sa réunion de décembre. La baisse des ventes au détail en octobre, qui s'accompagne d'un ralentissement des dépenses et de chiffres plus faibles que prévu de la production industrielle, semble également soutenir le scénario du marché d'une fin du cycle de resserrement de la Fed.



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance L.P., 20.11.2023

## MACROÉCONOMIE: ENDURER L'AUTOMNE

### L'inflation américaine baisse; les autres données également

L'indice américain des prix à la consommation a montré une baisse de l'inflation plus rapide que prévu en octobre. L'inflation globale n'a été que de 0,04% en glissement mensuel (GM) et de 3,2% en glissement annuel (GA), contre 3,7% en septembre. L'inflation sous-jacente a progressé à un taux mensuel de 0,2% et à un taux annuel de 4,0%, sa plus faible hausse depuis septembre 2021. La contraction de l'indice des prix à la production a été plus marquée, les prix ayant baissé de 0,5% en GM en octobre, contre une hausse de 0,4% en septembre. Les ventes au détail aux États-Unis ont chuté pour la première fois en sept mois en octobre, cédant 0,1% en GM, contre une hausse de 0,7% en septembre. En raison de grèves dans l'industrie automobile, la production industrielle américaine a baissé de 0,6% le mois dernier en GM.

### La Chine connaît une amélioration modérée

Les données continuent de dresser un tableau mitigé de l'économie chinoise. Les ventes au détail ont progressé de 7,6% en octobre, contre 5,5% en septembre. La production industrielle s'est également redressée, progressant à un taux annuel de 4,6% le mois dernier, contre 4,5% en septembre. Toutefois, la croissance des investissements en capital fixe s'est repliée de 2,9% en GA en octobre, contre 3,1% en septembre. Certains éléments ont également laissé apparaître une accélération de la contraction des ventes immobilières. Au Japon, le PIB s'est fortement replié à un taux annuel de 2,1% au troisième trimestre, soit beaucoup plus que prévu, et de 0,5% sur une base trimestrielle.

### L'économie de la zone euro reste en difficulté

La contraction de l'économie de la zone euro a été confirmée à -0,1% au troisième trimestre, contre une croissance de 0,2% au deuxième trimestre, ce qui a incité la Commission européenne à abaisser ses prévisions de croissance pour l'année 2023 à 0,6%. Sur un ton plus positif, la croissance de l'emploi dans la zone euro s'est accélérée, passant de 0,1% au deuxième trimestre à 0,3%, tandis que l'enquête allemande ZEW sur les attentes des investisseurs a fortement augmenté, à 9,8 en novembre, contre -1,1 en octobre, ce qui témoigne d'un regain d'optimisme. L'inflation annuelle de la consommation dans la zone euro a été confirmée à 2,9% en octobre, contre 4,3% un mois auparavant. L'inflation s'est également nettement ralentie au Royaume-Uni, chutant à 4,6% le mois dernier, contre 6,7% en septembre.

**La dynamique  
d'«atterrissage en  
douceur» soutient les  
petites capitalisations**

## LES MARCHÉS RETROUVENT DE LEUR SUPERBE

La nouvelle baisse de l'inflation aux Etats-Unis, ainsi que les données sur les ventes au détail et l'emploi, ont contribué à prolonger la reprise des actions la semaine dernière. On notera en particulier la surperformance de l'indice Russell 2000 des petites capitalisations (en hausse de 5,5%<sup>3</sup> en USD), qui a été fortement pénalisé par le resserrement des conditions financières. Toutefois, le relâchement de ces conditions dû à la baisse des rendements obligataires pendant le mois a stimulé les perspectives des petites capitalisations, dans un contexte favorable soutenu par la chute des prix du pétrole. Toutefois, sur un plan plus fondamental, les données publiées la semaine dernière et le sentiment croissant que la Fed en a terminé avec ses relèvements de taux ont renforcé le scénario d'un «atterrissage en douceur» dans le cadre duquel la Fed parvient à ramener l'inflation à proximité de son objectif sans provoquer de récession majeure. Un tel scénario serait particulièrement favorable pour les actions cycliques orientées vers le marché intérieur qui composent l'indice Russell 2000. Parmi les grandes capitalisations, la diversification des gains du marché au-delà des « Magnificent Seven » (les «Sept mercenaires») repose sur la même conviction. Pourtant, on peut toujours trouver pinailler. La volatilité des obligations est encore très répandue et l'inflation est toujours au-dessus de l'objectif. Autrement dit, les marchés devraient prendre garde à ne pas trop anticiper trop tôt des baisses de taux. À l'inverse, l'ampleur de la baisse par rapport aux chiffres élevés du PIB aux Etats-Unis au troisième trimestre pourrait encore prendre de court les acteurs du marché. Dans de telles conditions, nous pensons que la sélection de titres sera déterminante et notre préférence va aux entreprises fondamentalement fortes et riches en liquidités.

**Les risques pesant sur les  
notes de l'Italie se dissipent**

La conviction croissante que la correction massive des obligations mondiales, déclenchée par la campagne historique de resserrement monétaire des banques centrales sur près de deux ans, touche à sa fin, a contribué à prolonger la reprise obligataire la semaine dernière. Nous avons également constaté un aplatissement de la courbe de rendement entre les bons du Trésor américain à deux et 10 ans, les acteurs du marché anticipant de plus en plus des baisses de taux à partir de la fin du printemps 2024. Cela dit, l'inflation est encore supérieure aux objectifs des banques centrales, ce qui pourrait se traduire par une volatilité accrue des obligations dans les semaines et les mois à venir. Malgré un déficit budgétaire croissant, les obligations d'Etat italiennes se sont fortement redressées la semaine dernière, avant l'examen par Moody's de la note Investment grade de la dette souveraine italienne, tandis que les spreads des obligations italiennes à 10 ans par rapport leurs équivalents allemands se sont réduits à 176 points de base. Cette tendance témoigne en partie de la protection que la BCE accorde implicitement à la dette italienne. Néanmoins, même si nous avons récemment augmenté notre exposition aux obligations d'Etat allemandes en termes de durée, le relèvement par Moody's des perspectives de notation de l'Italie (ainsi que son relèvement de la note du Portugal) suggère que des valeurs à forte conviction parmi les crédits Investment Grade de la périphérie de la zone euro méritent également d'être détenues. Bien que les obligations d'entreprise aient bien performé dans l'ensemble, le rebond des obligations d'Etat a donné un coup de pouce notable aux crédits Investment Grade la semaine dernière. Dans le même temps, s'agissant des rangs les plus bas de l'univers des obligations d'entreprise, on voit apparaître des signes croissants de tensions parmi certains crédits spécifiques notés «CCC».

## PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, NOVEMBER 2023](#)

[CHRIS MILLER – FRIEND SHORING AND THE SEMICONDUCTOR INDUSTRY \(15 NOVEMBER 2023\)](#)

[IN THE BALANCE: GILLIAN TETT ON GEOPOLITICS AND GLOBALISATION \(13 NOVEMBER 2023\)](#)

[UNCERTAINTIES FEED INTO HIGHER TREASURY YIELDS \(03 NOVEMBER 2023\)](#)

[HIGHER OIL HURTS \(09 OCTOBER 2023\)](#)

[CHINA: BIG SHOES TO FILL \(03 OCTOBER 2023\)](#)

[FROM BLACK TO RED ZERO IN GERMANY? DON'T BANK ON IT \(02 OCTOBER 2023\)](#)

[BANK OF JAPAN, JAPANESE GOVERNMENT BONDS AND YEN \(22 SEPTEMBER 2023\)](#)

[TREASURY YIELDS COULD DROP BACK, BUT REMAIN STRUCTURALLY HIGHER \(12 SEPTEMBER 2023\)](#)

[CHINA'S ECONOMY COULD STABILISE \(11 SEPTEMBER 2023\)](#)

[POSITIVE ON LOCAL-CURRENCY EM BONDS \(05 SEPTEMBER 2023\)](#)

[CHINA: NO SYSTEMIC FINANCIAL RISK, BUT LOWER LONG-TERM GROWTH \(05 SEPTEMBER 2023\)](#)

---

<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%.

## 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.