

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 27 FÉVRIER 2023

### EN PLEIN DOUTE

#### SYNTHÈSE

- Les marchés revoient à la hausse la trajectoire des taux de la Fed
- Les actions européennes résistent mieux que les actions américaines
- Le risque géopolitique monte d'un cran

#### Pas d'atterrissage en vue

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des  
investissements

Les chiffres récents suggèrent que l'objectif d'une inflation à 2% reste hors de portée pour les banques centrales, alors que la hausse des prix demeure soutenue par la vigueur des services et du marché du travail. En zone euro, les indices provisoires des directeurs d'achat pour février ont souligné la persistance de prix élevés – notamment dans les services –, tandis que la confiance des consommateurs atteignait son plus haut niveau depuis un an. Dans la région, la confiance des entreprises et des consommateurs s'améliore grâce à la baisse des prix de l'énergie et à la réouverture de la Chine. L'amélioration des indicateurs depuis le début de l'année **devrait inciter la Banque centrale européenne (BCE) à relever son taux de dépôt de 50 pb lors de la réunion du Conseil des gouverneurs prévue en mars**. Aux Etats-Unis, le compte rendu du Comité de politique monétaire de la Fed, qui s'est tenu en début de mois, a également souligné la persistance de pressions dans les services, mentionnant «l'inflation» 96 fois et «la récession» seulement 6 fois. Le ton agressif du compte rendu s'explique aisément: en janvier, les dépenses de consommation des ménages (PCE) ont augmenté de 4,7% en rythme annuel (une hausse bien supérieure aux attentes) et de 1,8% par rapport au mois précédent. Les marchés se demandent s'il n'aurait pas été préférable que la Fed relève ses taux directeurs de 50 pb – et non de 25 pb – le 1<sup>er</sup> février. Cette semaine, nous surveillerons les indices des directeurs d'achat (PMI) de l'Institut de gestion des approvisionnements (ISM) et la confiance des consommateurs du Conference Board aux Etats-Unis, ainsi que les PMI chinois.

La semaine passée, la bonne tenue de l'économie et les pressions sur les prix des services ont incité les marchés à relever leurs anticipations concernant les taux à long terme, ce qui a plombé les valorisations des actions. Mais les actions européennes ont moins reculé que leurs homologues américaines, probablement en raison de valorisations plus faibles. Le Nasdaq Composite, dont les valorisations semblent particulièrement chères, a perdu 3,3% au cours de la semaine écoulée (en USD<sup>1</sup>). Cette semaine, les principaux distributeurs américains présenteront leurs résultats et la gestion des stocks sera au centre des préoccupations. **Nous sous-pondérons les actions et détenons des options de vente sur le Nasdaq**. De fait, des taux plus élevés renforcent **le risque d'incidents**, alors que les soldes des cartes de crédit et les impayés sont en hausse aux Etats-Unis. En Afrique du Sud, le fournisseur d'électricité Eskom a réclamé au gouvernement des mesures d'allègement de la dette.

Le découplage entre l'Occident et la Chine et les tensions géopolitiques sont montés d'un cran la semaine dernière. Considérant que l'OTAN «participait» effectivement au conflit russo-ukrainien en fournissant des armes à l'Ukraine, Vladimir Poutine a affirmé que l'Occident avait pour objectif de briser la Russie. De son côté, la CIA a indiqué que la Chine envisageait de livrer des armes à la Russie, «pari très risqué et peu judicieux» selon ses termes. Les entreprises publiques chinoises ne travailleront plus avec les «Big Four» (les quatre principaux cabinets d'audit au niveau mondial), tandis que la Commission européenne a interdit l'usage de l'application TikTok par ses collaborateurs. En outre, les Etats-Unis ont porté de 30 à 200 le nombre de leurs troupes à Taïwan. Enfin, la Russie a quitté le traité nucléaire STAR et Joe Biden s'est rendu en Ukraine. **Ces évolutions géopolitiques inquiétantes constituent un facteur de risque majeur pour 2023.**

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: BONNE TENUE DES SERVICES

Grâce au recul des prix de l'énergie et à l'amélioration de la confiance liée à la réouverture de la Chine, les PMI composites de S&P Global pour la zone euro se sont redressés ce mois-ci. L'amélioration est particulièrement sensible dans les services, tandis que le PMI manufacturier continue de se contracter. Mais l'enquête auprès des directeurs d'achat a montré que le climat des affaires restait dégradé dans les secteurs à forte consommation d'énergie tels que les produits chimiques et les plastiques, ainsi que dans les ressources de base.

### Le climat des affaires se redresse dans les services en zone euro, mais reste dégradé dans le secteur manufacturier



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance LP., au 23.02.2023

## MACROÉCONOMIE: (LÉGÈRE) AMÉLIORATION DES CONDITIONS

### La confiance des entreprises et des consommateurs européens s'améliore

Les PMI estimatifs de S&P Global pour le mois de février ont dressé un tableau mitigé de la confiance en zone euro. Le PMI composite a augmenté de 2 points à 52,3, dépassant les attentes pour s'établir bien au-dessus de la ligne qui sépare l'expansion de la contraction. Cette augmentation est due aux services, tandis que le PMI manufacturier baisse légèrement à 48,5. Au Royaume-Uni, le PMI composite provisoire a également dépassé les attentes, augmentant fortement à 53,0 en février contre 48,5 en janvier, toujours grâce à l'activité des services. Par ailleurs, l'estimation provisoire de la confiance des consommateurs par la Commission européenne s'est améliorée pour le cinquième mois consécutif en février, augmentant de 1,7 point pour atteindre -19. Ce chiffre, le plus élevé depuis un an, reste néanmoins inférieur au niveau prépandémie.

### L'inflation demeure problématique aux Etats-Unis...

En données révisées, le PIB américain a augmenté de 2,7% en rythme annuel au quatrième trimestre 2022, contre une estimation initiale de 2,9%. Le PMI composite de S&P Global pour les Etats-Unis a atteint 50,2 en février, son plus haut niveau depuis huit mois grâce au bond du PMI des services, tandis que le PMI manufacturier se contractait encore, mais à un rythme plus lent. Sur le front de l'inflation, l'indice des dépenses de consommation des ménages (PCE) a augmenté de 5,4% en février par rapport à l'année précédente, contre une hausse de 4,7% pour l'indice PCE «core» (hors alimentation et énergie). Ces deux chiffres traduisent une accélération par rapport au mois de décembre.

### ... et au Japon

Au Japon, l'inflation sous-jacente (hors aliments frais) a atteint un sommet de 41 ans à 4,2% en janvier (contre 4,0% le mois précédent), en raison de la hausse des coûts des matières premières importées. Mais l'inflation en glissement mensuel est inchangée à 0,2%. Le PMI composite de janvier est resté stable à 50,7, avec une amélioration de l'activité dans les services mais une contraction continue du secteur manufacturier.

## MARCHÉS: OÙ EST PASSÉ LE POINT D'INFLEXION?

### Turbulences pour les marchés actions

La semaine dernière a été douloureuse pour les investisseurs en actions, contraints d'admettre que le point d'inflexion des banques centrales pourrait être retardé. Les signes de stabilisation des économies occidentales et la persistance de l'inflation ont douché les espoirs d'un environnement de taux plus modéré, tandis que la hausse des rendements obligataires réduisait la prime de risque des actions. En fin de semaine, le recul très limité de l'indice PCE de janvier (la mesure de l'inflation privilégiée par la Fed) et la bonne tenue des dépenses des ménages ont provoqué des turbulences sur les marchés boursiers. Sur la semaine, l'indice S&P 500 a reculé de 2,7% (en USD<sup>2</sup>). Alors que les bénéfices des entreprises européennes au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 ont souvent surpris à la hausse et que l'économie européenne est en passe d'éviter la récession, les actions devraient rester volatiles en raison de l'environnement de taux, ce qui justifie la sous-pondération des indices boursiers des marchés développés. En revanche, nous adoptons une position neutre vis-à-vis du Japon, où la normalisation progressive de la politique monétaire, une croissance régulière et une inflation relativement faible se combinent pour donner un coup de fouet aux marchés actions.

### Secours sur les marchés obligataires

Les marchés obligataires sont restés perturbés la semaine dernière, les rendements américains à deux ans ayant grimpé à 4,8% – le niveau le plus élevé depuis 2007 – tandis que les taux à plus long terme progressaient eux aussi. Les anticipations d'inflation ont globalement augmenté: le taux *swap* d'inflation en dollars à un an est passé à 3%, contre 2% (l'objectif d'inflation de la Fed) en janvier. Les marchés obligataires européens ont également été agités, notamment les échéances courtes, le rendement des obligations d'Etat allemandes à deux ans dépassant 3%, sur fond de positionnement toujours agressif de la BCE. Les marchés obligataires pourraient rester volatils, notamment les échéances à court terme, jusqu'à ce que les investisseurs aient une idée plus précise des taux à long terme des banques centrales. Les inquiétudes concernant les taux pourraient s'atténuer au second semestre, mais les contrats à terme tablent – tant aux Etats-Unis qu'en zone euro – sur des pics de taux d'intérêt supérieurs à nos anticipations. Nous avons également constaté un élargissement des *spreads* dans l'univers des obligations d'entreprise, avec des rachats touchant les fonds obligataires depuis début février, en particulier dans le segment le plus risqué.

### Poursuite du rebond du dollar

Les signes persistants de bonne tenue de l'économie américaine et la prise de conscience par le marché que les taux américains resteraient élevés ont soutenu le dollar pendant une grande partie de la semaine dernière. La hausse des taux américains a entraîné une détérioration de l'appétit pour le risque au niveau mondial, pesant sur les devises liées aux matières premières et pénalisant les actifs à faible rendement tels que l'or et le yen. Nous restons néanmoins optimistes à moyen terme vis-à-vis du yen par rapport au dollar: la devise japonaise est notoirement sous-évaluée et la Banque du Japon devrait renoncer progressivement à sa politique monétaire ultra-accommodante.

## 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 \(FLASH NOTE 09 DECEMBER 2022\)](#)

---

<sup>1</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%.

<sup>2</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%.

## **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.