

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 30 JANVIER 2023

# RAPPEL À LA RÉALITÉ

### SYNTHÈSE

- Semaine cruciale pour les banques centrales
- Opportunités dans le trading de volatilité
- Pressions sur les marges des entreprises

### GRAND ANGLE SUR LES BANQUES CENTRALES

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des investissements

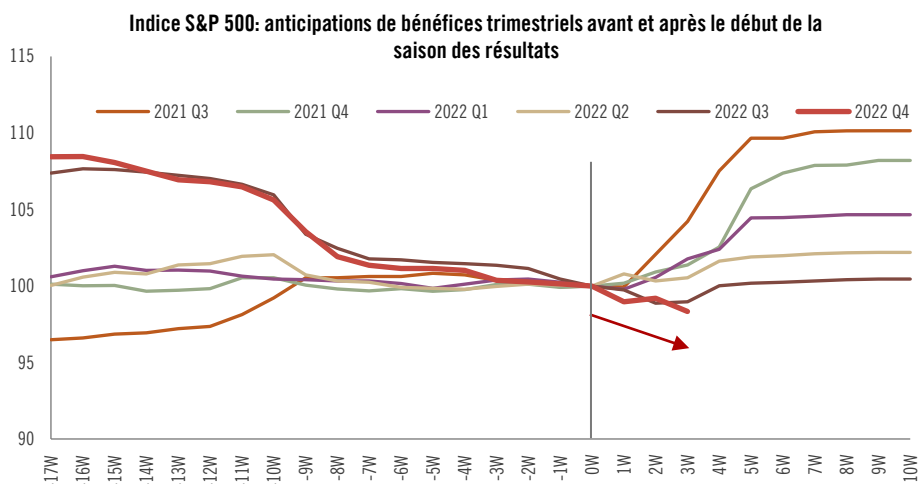
Aux Etats-Unis, la croissance du PIB réel a atteint 2,9% en rythme annuel au quatrième trimestre 2022, un chiffre inférieur à celui du troisième trimestre (3,2%), mais meilleur qu'anticipé. L'inversion de la courbe d'augmentation des stocks, qui explique cette croissance pour moitié, se reflétera néanmoins dans le PIB du premier trimestre. En outre, la consommation et les dépenses d'investissement ont déçu. Enfin, si les données de décembre montrent un recul de la consommation, des revenus stables ont renforcé le taux d'épargne pour le troisième mois consécutif. Plusieurs banques centrales prendront des décisions de politique monétaire cette semaine, et **la Fed devrait relever ses taux de 25 pb**. Cette hausse serait inférieure à celles de 50 pb et 75 pb adoptées respectivement en décembre et en novembre, ce qui traduit le ralentissement récent de l'inflation. Mais les préoccupations persistantes de la Fed concernant l'étroitesse du marché du travail pourraient l'inciter à continuer de durcir sa politique jusqu'en mai avant de faire une pause (et non d'abaisser ses taux directeurs). A ce stade, le marché réagit à la baisse de l'inflation et espère un resserrement monétaire moins agressif, tout en ignorant les projections – au mieux prudentes – des entreprises. Cela indique un certain degré de complaisance, potentiellement synonyme de fragilité pour le S&P500, qui se négocie à pas moins de 18 fois les bénéfices à 12 mois. **Encore faible, la volatilité des actions pourrait dès lors augmenter, ce qui incite à la considérer comme une classe d'actifs à part entière.**

En Europe, les indices des directeurs d'achat de janvier ont montré une amélioration du climat des affaires. Le sous-indice de l'emploi a augmenté à un rythme inédit depuis trois mois et les pressions sur les coûts se sont atténuées, alors que les goulets d'étranglement de l'offre se résorbent. La baisse des prix du gaz, la réouverture de la Chine et l'ampleur du soutien budgétaire améliorent incontestablement la confiance des entreprises européennes. En Espagne, la croissance a dépassé les attentes au quatrième trimestre, les dépenses publiques et la baisse des importations ayant compensé la faiblesse de la consommation des ménages. Les indicateurs récents suggèrent que la Banque centrale européenne restera agressive et annoncera une nouvelle hausse du taux de dépôt de 50 pb cette semaine. Cette situation a entraîné la hausse des rendements des emprunts d'Etat et renforcé notre opinion négative à l'égard des **obligations périphériques de la zone euro**. Du côté des actions, les investisseurs scruteront les premières annonces de la saison de publication des résultats pour mesurer l'impact d'un environnement plus favorable sur les bénéfices des entreprises.

Au Japon, l'indice global des prix à la consommation de Tokyo a accéléré nettement plus qu'anticipé (4,4% en rythme annuel), augmentant la pression sur le prochain gouverneur de la Banque du Japon pour qu'il envisage une «normalisation» de la politique monétaire. L'annonce d'une forte hausse des salaires chez un détaillant de premier plan pourrait renforcer cette pression (même si l'entreprise concernée compte financer cet effort en accroissant la productivité plutôt qu'en augmentant les prix). Dans ces circonstances, nous sommes **positifs vis-à-vis du yen par rapport au dollar**. Des allégations de fraude visant l'un des principaux conglomérats indiens et des demandes de rachat continues liées à un important fonds immobilier américain nous rappellent que **l'année 2023 pourrait être chahutée**.

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: PRESSIONS SUR LES MARGES

La publication des résultats du 4<sup>e</sup> trimestre semble suivre la tendance du 3<sup>e</sup>. En général, les anticipations de bénéfices sont relevées au début de la saison des résultats, mais les chiffres déjà communiqués par les entreprises du S&P 500 pour le T4 suggèrent que les faibles perspectives de croissance pèsent sur les marges et les bénéfices. En l'absence de surprise à la hausse concernant la progression des ventes, ces pressions pourraient s'intensifier si les salaires restaient élevés.



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance LP, au 26 janvier 2023

## MACROÉCONOMIE: DES SIGNES DE VIE

### La confiance des entreprises se redresse en zone euro

Les indices préliminaires des directeurs d'achat (PMI) de S&P Global ont montré une amélioration du climat des affaires en zone euro au mois de janvier. L'indice PMI composite est passé de 49,3 à 50,2, ce qui le place désormais au-delà du niveau de 50 séparant l'expansion de la contraction. En revanche, le PMI composite de janvier est resté nettement inférieur à 50 aux Etats-Unis, bien qu'il ait progressé à 46,6 (contre 45 en décembre).

### Les dépenses et l'inflation baissent aux Etats-Unis

Le PIB américain a augmenté de 2,9% en rythme annuel au quatrième trimestre 2022, un recul moins prononcé qu'anticipé par rapport aux 3,2% du troisième trimestre. Le département du Commerce a indiqué que les dépenses de consommation avaient baissé de 0,2% en décembre en glissement mensuel, après une hausse de 0,1% en novembre. L'indice des dépenses de consommation des ménages (PCE), la mesure d'inflation préférée de la Fed, a chuté à un taux annuel de 5% le mois dernier, contre 5,5% en novembre.

### L'inflation poursuit sa hausse à Tokyo

Avec un taux annuel de 4,3%, l'indice des prix à la consommation «core» (qui exclut les aliments frais, mais inclut l'énergie) s'est approché d'un sommet de 42 ans à Tokyo en janvier. Ce chiffre, qui succède au taux de 3,9% enregistré en décembre, est nettement supérieur à l'objectif de 2% fixé par la Banque du Japon pour le huitième mois consécutif. De son côté, l'IPC «core-core» (qui exclut les aliments frais et l'énergie) a connu une hausse annuelle de 3% en janvier, contre 2,7% en décembre.

## MARCHÉS: PRENDRE LE TAUREAU PAR LES CORNES

### Mi-figue, mi-raisin

D'une part, certaines nouvelles favorables au marché ont été annoncées la semaine dernière: hausse de l'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan (due à une baisse des anticipations d'inflation) et niveau rassurant pour l'inflation PCE de janvier. D'autre part, les perspectives tracées par plusieurs grandes entreprises américaines à l'occasion de la publication des résultats trimestriels ont déçu. Mais avant les importantes décisions sur les taux directeurs des prochains jours, les haussiers l'ont emporté, la baisse des rendements obligataires réels ayant dopé l'indice Nasdaq axé sur la croissance – en hausse de 4,3% (en USD<sup>1</sup>) la semaine dernière. Les actions de la zone euro – où la saison des résultats est moins avancée et où une nouvelle hausse de 50 pb des taux de la BCE se profile cette semaine – ont été moins vigoureuses, malgré les signes confirmant qu'une récession devrait être évitée. Reste à voir si les entreprises aux valorisations chères

– notamment aux Etats-Unis – survivront aux pressions croissantes sur leurs marges. En raison de valorisations plus faibles, les actions européennes et asiatiques offrent un potentiel plus intéressant, mais nous sous-pondérons toujours les actions.

### **Le calme avant la tempête?**

Les marchés obligataires ont été relativement calmes la semaine dernière, dans l'attente d'une série de décisions de politique monétaire dans les jours à venir. Les rendements des bons du Trésor américain ont suivi une tendance baissière, sur fond d'essoufflement de l'inflation et des dépenses de consommation en décembre. L'idée que la Fed optera pour une hausse des taux de 25 pb cette semaine – un recul considérable par rapport aux 75 p de novembre – semble désormais faire consensus. Mais nous contestons l'anticipation du marché en ce qui concerne le taux final: les taux ne devraient pas baisser cette année et le taux final des Fed Funds pourrait se situer légèrement au-dessus de 5% en mai, un niveau qui restera stable jusqu'en fin d'année. La montée des risques de récession signifie néanmoins que le potentiel de hausse des rendements des bons du Trésor à long terme est probablement limité. La situation est différente en Europe, où notre scénario central estime que la BCE relèvera ses taux de 50 pb lors de chacune de ses trois prochaines réunions. Cela rendra le refinancement de la dette plus coûteux pour les pays périphériques de la zone euro, qu'il convient de sous-pondérer – d'autant que la BCE devrait réduire encore ses achats d'obligations lorsqu'elle entamera son resserrement quantitatif en mars.

### **Ô Canada!**

Alors que l'indice dollar est resté stable, les devises liées aux matières premières se sont bien comportées, grâce à un solide appétit pour le risque au niveau mondial. Mais les anticipations de hausse des taux de la Fed ont déjà été abaissées et la BCE pourrait relever ses taux de 50 pb à trois reprises d'ici mai (notre scénario central). Dans ce contexte, l'attitude des banques centrales risque de peser sur la confiance et de pénaliser les devises liées aux matières premières. Face aux préoccupations croissantes concernant le secteur du logement, la Banque du Canada est devenue la première grande banque centrale à annoncer une pause dans les hausses de taux, après les avoir relevées une nouvelle fois la semaine dernière. Les banques centrales de nombreux pays exportateurs de matières premières sont ainsi de plus en plus contraintes par les niveaux élevés de dette à taux variable des ménages. Cela pourrait peser sur certaines devises liées aux matières premières, notamment par le biais des écarts de taux d'intérêt. Les signaux de plus en plus nombreux d'un ralentissement de l'économie chez son voisin américain pourraient également plomber la devise canadienne, même si la richesse en matières premières du Canada et la crédibilité de ses dirigeants rassurent.

## PUBLICATIONS RÉCENTES

[HOUSE VIEW, JANUARY 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 \(FLASH NOTE 09 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR 2023 CORE SOVEREIGN BONDS OUTLOOK \(FLASH NOTE 08 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR 2023 ASSET CLASS OUTLOOK \(FLASH NOTE 08 DECEMBER 2022\)](#)

[EUROPE FACES A RARE TEST OF ITS ENERGY RESILIENCE \(FLASH NOTE 06 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR 2023 FORECAST FOR THE CHINESE ECONOMY \(FLASH NOTE 06 DECEMBER 2022\)](#)

---

<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%.

## **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.