

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 6 MARS 2023

LE VERRE À MOITIÉ PLEIN

SYNTHÈSE

- L'inflation reste à l'ordre du jour...
- ... mais les marchés s'accrochent de taux durablement élevés
- Les obligations demeurent volatiles

Après être montée en flèche, l'inflation reflue lentement

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

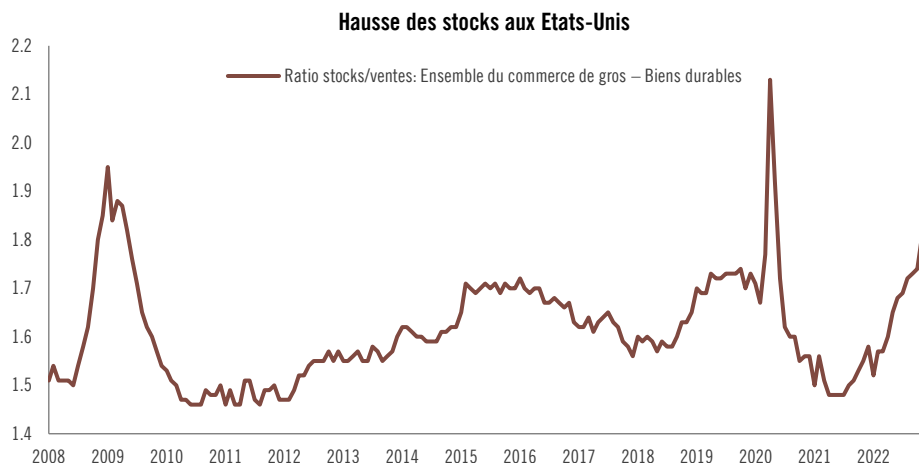
Les données récentes confirment la bonne tenue des économies et la nécessité pour les banques centrales de continuer à resserrer leur politique monétaire. Aux Etats-Unis, la désinflation marque le pas et le marché du travail reste tendu. L'enquête de l'ISM concernant le secteur manufacturier, point faible de l'économie jusqu'ici, montre une légère amélioration en février, grâce au rebond des commandes. Pire (pour la Fed), la sous-catégorie des prix payés par les entreprises a dépassé 50 pour la première fois en six mois, ce qui indique un rebond des prix des intrants. En outre, l'augmentation des coûts unitaires de la main-d'œuvre au quatrième trimestre 2022 a été révisée en forte hausse. Les commentaires de la Fed suggérant des taux durablement plus élevés sont synonymes de risque accru pour les obligations d'entreprise à haut rendement, un segment où la part de la dette notée B dans les indices de notation n'a jamais été aussi importante en 10 ans. **Nous restons négatifs vis-à-vis du haut rendement.** Sur le front des entreprises, les signes de pressions sur les marges et la rentabilité se multiplient. Aux Etats-Unis, il faudra surveiller cette semaine le témoignage du président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, devant le Sénat et la publication des chiffres de l'emploi non agricole de février.

Le coût de la main-d'œuvre préoccupe également la Banque centrale européenne (BCE): Isabel Schnabel, membre du conseil des gouverneurs, juge la hausse des salaires incompatible avec l'objectif d'inflation de 2%. Alors que l'inflation sous-jacente bondissait de 5,3% à 5,6% en février, Christine Lagarde a déclaré qu'une hausse de 50 pb du taux de rémunération des dépôts de la BCE était «très probable» ce mois-ci. **La BCE devrait ainsi relever ses taux de 50 pb ce mois-ci et en mai, une hausse supplémentaire de 25 pb en juin paraissant de plus en plus probable.** Otmar Issing, ancien membre du conseil des gouverneurs, estime de son côté que les augmentations de salaire créeront un nouveau choc d'inflation et que la BCE tarde à contrer la montée de l'inflation sous-jacente. La signature d'un accord entre l'UE et le Royaume-Uni concernant le «protocole sur l'Irlande du Nord» est le premier acte encourageant de l'ère post-Brexit. Cette signature est intervenue alors que les chiffres révélaient une forte baisse des transactions immobilières au Royaume-Uni et que les prix des logements enregistraient en février leur plus importante chute annuelle en dix ans. L'économie suisse a stagné au quatrième trimestre, mais progressé de 2,1% en 2022, ce qui témoigne de sa bonne tenue dans un environnement difficile. En ce qui concerne les autres pays, le PIB italien a connu une croissance robuste de 3,8% l'année dernière, mais la Suède semble au bord de la récession après une contraction du PIB plus importante qu'anticipé au quatrième trimestre. **Tandis que nous privilégions cette année les pays dont la dette est majoritairement à taux fixe**, la dette hypothécaire à taux variable prédomine en Suède, ce qui menace ses obligations d'Etat et sa devise dans un contexte de taux en progression régulière.

Les indices des directeurs d'achat chinois pour le mois de février ont largement dépassé les attentes. **Nous restons néanmoins prudents vis-à-vis de l'économie chinoise à moyen terme**, car une grande incertitude continue d'entourer les prix du marché immobilier, sur lequel de nombreux Chinois ont placé leur patrimoine. En fin de semaine dernière, le Congrès national du peuple a décidé d'augmenter les dépenses de défense de 7,2% cette année, ce qui témoigne d'un changement de priorités et pourrait attiser les tensions politiques avec les Etats-Unis.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LA QUESTION DES STOCKS

En réaction aux pénuries d'approvisionnement dues à la pandémie, les ratios stocks/ventes ont augmenté dans le commerce de détail et de gros aux Etats-Unis. Cette tendance est préoccupante, car le surstockage pourrait céder la place à un déstockage rapide, renforçant les pressions sur la rentabilité et les marges au cours des prochains trimestres.



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance LP., au 03.03.2023

MACROÉCONOMIE: L'INFLATION REFUSE DE DISPARAÎTRE

L'augmentation du coût du travail est révisée à la hausse aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, la hausse des coûts unitaires de la main-d'œuvre – coût moyen du travail par unité de production – a été révisée à 3,2% en rythme annuel au 4^e trimestre 2022, un chiffre nettement supérieur à l'estimation initiale (1,1%). Par ailleurs, l'indice du secteur manufacturier américain publié par l'ISM (Institute for Supply Management) a montré que l'activité des usines s'était légèrement accélérée en février, passant de 47,4 à 47,7, tout en restant inférieure au niveau de 50 qui sépare l'expansion de la contraction. Après un bond important en janvier, l'indice ISM non manufacturier a fléchi de 55,2 à 55,1 en février, un chiffre néanmoins supérieur aux attentes.

Le rebond de l'activité économique chinoise s'accélère

En Chine, les indices officiels des directeurs d'achat (PMI) ont fortement augmenté en février. Le PMI composite est passé de 52,9 en janvier à 56,4, tandis que le PMI non manufacturier s'établissait à 56,3. L'amélioration du climat des affaires est confirmée par les enquêtes des directeurs d'achat de Caixin (Markit): le PMI des services est passé de 52,9 à 55,0 en février, soit le rythme de hausse le plus rapide depuis sept mois.

L'inflation sous-jacente augmente en zone euro

Selon l'estimation provisoire d'Eurostat, l'inflation globale dans la zone euro a fléchi à 8,5% en rythme annuel en février, contre 8,6% en janvier. Mais l'inflation sous-jacente s'est accélérée pour atteindre 5,6%, contre 5,3% le mois précédent. En outre, les chiffres les plus récents sont supérieurs aux estimations du consensus, la hausse des prix à la consommation atteignant en février 9,1% en Allemagne (contre 9,0% en janvier). En France et en Espagne, l'inflation a également dépassé les niveaux de janvier.

MARCHÉS: DES INTERROGATIONS DEMEURENT

Fébrilité sur les marchés actions

Le S&P 500 a mis fin à trois semaines de baisse en progressant de 1,9%¹ la semaine dernière. Le Nasdaq a fait mieux et gagné 2,6%² (performances en USD), car les rendements obligataires se sont quelque peu repliés en fin de semaine et les marchés ont acquis la conviction que l'économie était en mesure d'absorber une politique monétaire durablement restrictive. Mais les bourses américaines sont restées fébriles en raison de la volatilité significative des marchés obligataires. Si l'écart de performance s'est légèrement réduit (le Stoxx Euro 600 a gagné 1,4%³ en euros et le FTSE 100⁴ est resté stable), les indices européens surperforment leurs homologues américains depuis le début de l'année. L'Europe bénéficie de valorisations moins élevées, mais aussi d'une dynamique des bénéfices plus favorable, comme l'a montré la saison de publication des résultats du 4^e trimestre 2022. Si nous anticipons un resserrement monétaire plus sévère pour la BCE que pour la Fed dans les prochains mois, les données prospectives montrent que l'économie européenne se redresse et qu'elle évitera la

récession. Le prochain indicateur à surveiller sera le rapport sur l'emploi non agricole de février aux Etats-Unis, attendu vendredi. Tandis que le pic de janvier ne devrait pas être atteint, dans un contexte où les pressions haussières sur les salaires américains reculent, les marchés pourraient être ébranlés si le rapport décrivait un marché du travail suffisamment robuste pour inciter la Fed à demeurer agressive.

Période volatile pour les obligations

La semaine dernière, les rendements des bons du Trésor américain à deux ans ont bondi à 4,96% jeudi, leur plus haut niveau depuis 2007, tandis que leurs homologues à 10 ans atteignaient 4%. Les rendements se sont repliés vendredi pour finir la semaine sur une note éteinte, alors que les investisseurs digéraient des indicateurs économiques et des chiffres de l'inflation suggérant la poursuite d'une politique monétaire agressive. Vendredi, les marchés à terme anticipaient un pic des Fed Funds à 5,45%, bien au-dessus de la fourchette actuelle de 4,5-4,75% et de notre propre prévision de taux final (5,0-5,25%). Parallèlement, le rendement du Bund à 10 ans a reflué vendredi pour s'établir à 2,72%, soit une hausse hebdomadaire de 18 pb résultant de l'amélioration de l'activité et d'une inflation sous-jacente supérieure aux attentes en février. La vigueur des enquêtes économiques a permis un resserrement des *spreads* et les obligations d'entreprise américaines *investment grade* et *high yield* ont enregistré des performances totales positives. Mais en Europe, de bons indicateurs n'ont pas suffi à compenser la hausse des rendements souverains, plus marquée qu'aux Etats-Unis.

Rétablissement de l'euro

Le rebond de l'appétit pour le risque au niveau mondial a soutenu les devises liées aux matières premières et pesé sur le dollar. En outre, l'inflation sous-jacente de nombreuses économies – incluant la zone euro – a conduit les marchés à anticiper des taux finaux plus élevés. Une hausse de 50 pb des taux de la BCE dans le courant du mois (suivie d'une hausse de même ampleur en mai) semble désormais très probable. Nous restons positifs vis-à-vis de l'euro par rapport au dollar, mais le billet vert bénéficierait d'un éventuel retour de l'aversion au risque au niveau mondial. A court terme, le rapport sur l'emploi non agricole de vendredi sera déterminant pour le dollar, sachant que les données de janvier peuvent avoir été altérées par des facteurs saisonniers.

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%.

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).

© 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.