

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 16 JANVIER 2023

SE PRÉPARER À LA RÉCESSION

SYNTHÈSE

- La baisse de l'inflation américaine et la bonne tenue de l'économie européenne soutiennent les actifs risqués
- La réouverture de la Chine devrait stimuler le crédit asiatique de haute qualité
- Les regards sont rivés la Banque du Japon

Faire confiance, mais garder le contrôle

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

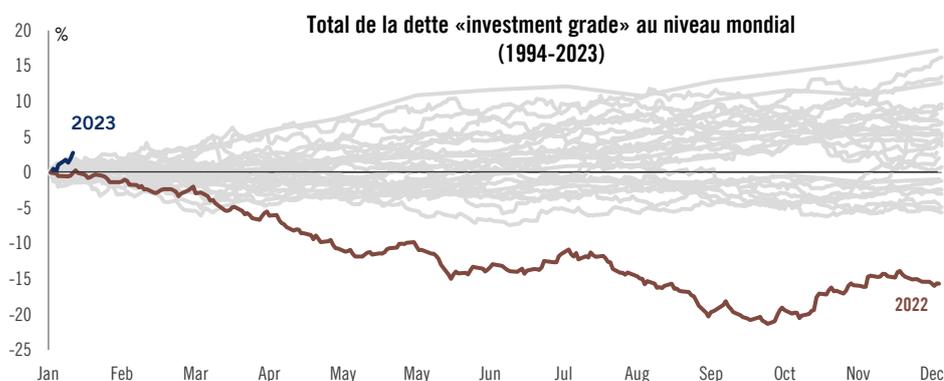
Le ralentissement de l'inflation américaine et la bonne tenue de l'économie européenne se sont reflétés dans les mouvements des devises la semaine dernière. Aux Etats-Unis, la baisse de l'indice des prix à la consommation (IPC) de décembre a amené les responsables de la Fed à suggérer une hausse des taux de 25 pb au lieu de 50 pb lors de la prochaine réunion programmée début février, ce qui a fait reculer le dollar par rapport à l'euro. Parallèlement, les données « molles » de l'économie américaine restent mitigées. L'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan a atteint en janvier un sommet de huit mois en raison de l'apaisement des craintes inflationnistes, mais le moral des petites entreprises a chuté en décembre à un plancher de six mois. Nous surveillerons cette semaine les chiffres des ventes de détail de décembre aux Etats-Unis. Les banques américaines ont donné, la semaine dernière, le coup d'envoi de la saison de publication des résultats du quatrième trimestre. Leurs revenus ont été stimulés par la hausse des taux et la vigueur des dépenses de consommation, mais les provisions ont également augmenté pour couvrir des pertes potentielles sur l'argent prêté (bien que les taux de pertes concernant les cartes de crédit soient toujours inférieurs aux niveaux prépandémie). Dans l'ensemble, les projections des banques annoncent de nouvelles révisions à la baisse des anticipations de bénéfices. Fait notable, JP Morgan est contraint d'augmenter les taux de dépôt pour attirer l'épargne des particuliers – une menace claire pour les marges engrangées par les banques depuis la hausse des taux de référence. En ce qui concerne l'industrie, **le sommet des leaders nord-américains a donné la priorité aux investissements dans la fabrication de semi-conducteurs, ce qui confirme la pertinence de notre thème de la « délocalisation dans des pays amis » pour 2023.**

Le contexte s'améliore en Europe, la baisse des prix de l'énergie étant synonyme de réduction des coûts des produits importés et d'amélioration de la balance commerciale. L'estimation préliminaire du PIB allemand pour 2022 s'est établie à 1,9%. La réouverture de la Chine contribue également au retour de la confiance au sein des marchés européens. Par conséquent, l'euro a augmenté pour atteindre son plus haut niveau depuis juin 2022. **Nous maintenons notre scénario d'un déclin progressif du dollar en 2023.**

Le nombre de cas de covid est peut-être proche d'un pic dans les grandes villes chinoises et le rétablissement économique du pays pourrait être plus rapide que prévu. Si la réouverture et les mesures de soutien au secteur immobilier ont déclenché un rallye du crédit asiatique libellé en dollars, **notre préférence va aux obligations *investment grade* de haute qualité.** Le gouvernement chinois a décidé de prendre des « actions préférentielles » dans Alibaba et Tencent, ce qui lui permettra d'avoir son mot à dire dans les décisions stratégiques des deux entreprises. « Faire confiance, mais garder le contrôle » semble ainsi être la devise des autorités chinoises. Les marchés accorderont une attention particulière à la réunion de politique générale de la Banque du Japon (BoJ), prévue cette semaine. La BoJ aurait dépensé près de 10 000 milliards de yens la semaine dernière pour plafonner le rendement des obligations d'Etat japonaises, alors que l'IPC a atteint 4% dans la région de Tokyo en décembre, son plus haut niveau depuis 1982. Il est probablement trop tôt pour anticiper l'abandon des mesures de contrôle de la courbe des taux, mais les investisseurs surveilleront tout signe de flexibilité accrue dans l'approche de la BoJ, susceptible d'ouvrir la voie à une normalisation de sa politique monétaire. Nous surpondérons le yen, qui devrait être le principal bénéficiaire d'une telle évolution.

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LES OBLIGATIONS SUR DES BASES SOLIDES

Les marchés obligataires ont lourdement chuté l'année dernière, l'indice Bloomberg Global Aggregate Total Return affichant sa pire performance depuis 1994. Mais l'année 2023 démarre sur des bases beaucoup plus solides, les obligations ayant connu une première quinzaine parmi les meilleures de leur histoire. La montée des anticipations de ralentissement des hausses de taux aux Etats-Unis a permis une baisse significative des rendements au niveau mondial.



La hausse des prix à la consommation diminue aux Etats-Unis...

MACROÉCONOMIE: QUELQUES LUEURS D'ESPOIR

L'indice des prix à la consommation (IPC) américain a reculé pour le sixième mois consécutif en décembre, l'IPC global atteignant un taux annuel de 6,5%, en baisse par rapport aux 6,6% enregistrés le mois précédent et au pic de 9,1% atteint en juin. L'IPC de base (hors pétrole et alimentation) s'est établi à 5,7% en rythme annuel, contre 6% en novembre.

... mais montre des signes de progression au Japon

Dans la capitale japonaise (Tokyo), l'IPC de base (qui exclut les aliments frais mais inclut le carburant) a augmenté à un taux annuel plus rapide qu'attendu de 4,0% en décembre, contre 3,6% en novembre. L'objectif d'inflation de 2% fixé par la Banque du Japon est ainsi dépassé pour le septième mois consécutif. Les pressions inflationnistes sont moindres en Chine, bien que l'IPC global soit passé d'un taux annuel de 1,6% en novembre à 1,8% un mois plus tard, tandis que l'IPC de base progressait de 0,6% à 0,7%.

L'Europe montre des signes de bonne tenue

Selon Eurostat, le nombre de chômeurs en zone euro a diminué de 2000 en novembre pour atteindre son niveau le plus bas depuis que cette statistique est compilée (1998). Inchangé par rapport au mois d'octobre à 6,5%, le taux de chômage reste le plus faible depuis 1995. En Allemagne, l'agence nationale des statistiques a estimé que la croissance du PIB en année pleine avait atteint 1,9% en 2022, contre 2,6% en 2021.

Les espoirs de recul de l'inflation soutiennent les actions

MARCHÉS: L'HORIZON S'ÉCLAIRCIT

La baisse de l'inflation aux Etats-Unis a permis la poursuite du rebond des actions en début d'année, les indices américains généralistes comblant l'écart de performance avec leurs homologues européens, tandis que le Nasdaq progressait grâce à la baisse des rendements obligataires. La probabilité d'une hausse des taux de la Fed de 25 pb début février (au lieu des 50 pb anticipés) s'est renforcée, mais nous tenons à souligner que la croissance vigoureuse des salaires sur un marché du travail tendu pourrait décevoir les investisseurs qui tablent sur une baisse des taux en fin d'année. La saison de publication des résultats du quatrième trimestre constitue un autre défi. Les banques américaines ont ouvert le bal en présentant des perspectives prudentes. Dans le secteur bancaire, le coup porté à la banque d'investissement par l'effondrement des transactions est compensé – grâce à la hausse des taux – par de solides revenus nets d'intérêts. Les revenus de ce type ont peut-être atteint un sommet dans le cas des banques américaines, mais les banques japonaises pourraient en être les prochaines bénéficiaires, car les taux au Japon subissent des pressions à la hausse constante. Il n'en est pas moins inquiétant de constater que les anticipations de ratios cours/bénéfices, pour les actions des marchés développés, ne reflètent pas les pressions sur les marges et les valorisations subies par les entreprises.

On observe un retour en grâce des obligations

Le recul de la hausse des prix à la consommation et des anticipations de taux aux Etats-Unis a favorisé l'augmentation des bons du Trésor américain la semaine dernière, le rendement du 10 ans retombant à 3,51% (37 pb de moins qu'en début d'année). Nous jugeons encore les marchés trop optimistes quant au pic du taux des Fed Funds et aux réductions de taux supposées, mais il est vrai que les bons du Trésor pourraient jouer un rôle de valeur refuge dans la légère récession qui se profile aux Etats-Unis et en Europe. Les obligations d'entreprise ont également enregistré de bonnes performances. Les obligations à haut rendement ont notamment connu un bon début d'année, les crédits en euros faisant mieux que leurs homologues américains en termes de resserrement des *spreads*, grâce à l'amélioration des perspectives économiques en Europe. Les *spreads* ont néanmoins diminué dans tous les segments, et un rendement d'environ 5% pour les obligations *investment grade* américaines (contre 4% en Europe) demeure très attractif. Les obligations émergentes se sont également redressées, grâce à la réouverture de la Chine et à l'affaiblissement du dollar. En ce qui concerne les obligations *investment grade* asiatiques – un secteur que nous apprécions –, les *spreads* par rapport aux émetteurs américains avoisinent leur moyenne de long terme. En bref, les crédits asiatiques de haute qualité continuent d'offrir un portage attractif.

Le yen est dopé par les spéculations concernant la fin du CCT

Durant la semaine écoulée, la baisse de l'inflation – et donc des anticipations de taux d'intérêt – aux Etats-Unis a entraîné une chute notable du dollar par rapport au yen (les pressions haussières se sont intensifiées pour les taux japonais, les marchés envisageant l'abandon du contrôle de la courbe des taux (CCT) par la Banque du Japon) et à l'euro (dans le sillage d'indicateurs plus positifs grâce à un hiver doux et à l'apaisement des préoccupations liées à l'énergie dans la région). Bien qu'un rebond du billet vert ne puisse être exclu à court terme, notamment si la Fed se montre plus agressive qu'anticipé, la tendance récente devrait se poursuivre à moyen terme – ce qui implique des risques haussiers vis-à-vis de nos anticipations de fin d'année pour les principales devises par rapport au dollar. L'or a également fait un retour en force. Mais des facteurs saisonniers pourraient peser sur la demande de bijoux, tandis que les coûts d'opportunité risquent de nuire à la demande d'investissement. Nous sommes également relativement prudents à l'égard du yuan. Si la devise bénéficie d'entrées de capitaux stimulées par la réouverture de la Chine, une détérioration de la balance courante causée par la reprise du tourisme à l'étranger pourrait limiter son potentiel d'appréciation.

PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, 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 \(FLASH NOTE 06 DECEMBER 2022\)](#)

[DO CENTRAL BANKS' LOSSES MATTER? \(FLASH NOTE 05 DECEMBER 2022\)](#)

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.