

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 19 DÉCEMBRE 2022

NOËL GÂCHÉ

SYNTHÈSE

- Les marchés obligataires en ordre dispersé face aux hausses de taux
- Les marchés actions subissent un revers
- Les investisseurs devront absorber d'énormes émissions obligataires l'an prochain

Un Noël sous le signe de la fermeté

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

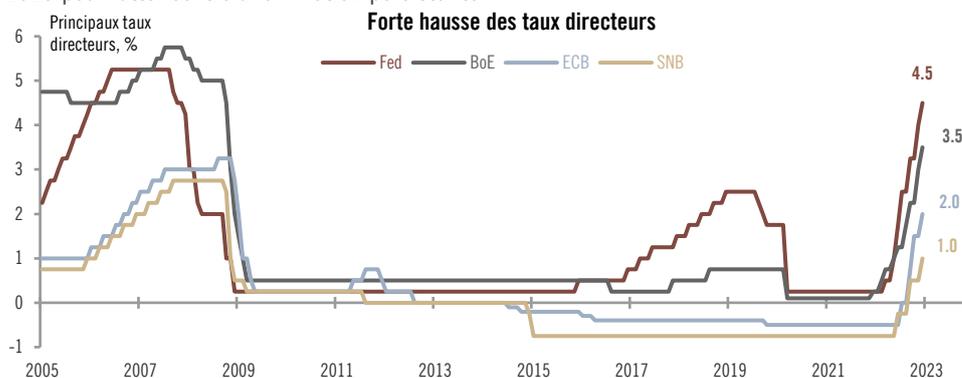
La semaine dernière, quatre grandes banques centrales ont relevé leurs taux de 50 pb comme anticipé. Unanimes pour estimer que la lutte contre l'inflation prendrait du temps, elles ont laissé apparaître des nuances dans leur communication, ce qui a suscité des réactions diverses. Au Royaume-Uni, les marchés se sont concentrés sur l'impact récessif de la hausse du taux d'escompte à 3,5% et sur la perspective de futures hausses, tandis que les marchés suisses étaient déçus que la Banque nationale suisse – qui a relevé son taux directeur à 1% – se refuse à écarter la possibilité d'utiliser la devise pour contrer l'inflation importée. Aux Etats-Unis, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a averti que la récente hausse des marchés entraînait un assouplissement des conditions financières contraire à l'objectif de la Fed de freiner l'inflation, tout en exprimant son inquiétude quant à l'étroitesse du marché du travail. Les responsables de la Fed ont relevé à 5,1% leur prévision pour le taux terminal des Fed Funds. La véritable surprise est venue du ton résolument agressif de la Banque centrale européenne (BCE), pour qui la «nette révision à la hausse» des projections d'inflation justifie largement de nouvelles hausses de taux importantes en début d'année prochaine. La BCE a en outre annoncé que le resserrement quantitatif commencerait en mars, à raison de 15 milliards d'euros par mois dans un premier temps.

Les marchés obligataires ont réagi en ordre dispersé aux dernières hausses de taux. Les bons du Trésor américain se sont redressés, mais les obligations européennes ont reculé – notamment les Bunds. L'important programme d'émission de l'Allemagne pour l'année prochaine a amené les investisseurs à douter de leur statut de «valeur refuge». **Nous surpondérons la durée des obligations américaines et sous-pondérons les obligations européennes périphériques, la convergence entre les rendements des emprunts d'Etat américains et européens étant l'un de nos principaux thèmes d'investissement pour 2023.** Les banques centrales ont réaffirmé leur engagement à combattre l'inflation, malgré des données indiquant un nouvel affaiblissement de la dynamique de croissance. Les ventes de détail ont faibli aux Etats-Unis en novembre, tandis que l'activité continue de se contracter en Europe malgré un indice des directeurs d'achat meilleur qu'anticipé ce mois-ci. En Chine, les chiffres des ventes de détail, des investissements en immobilisations et de la production industrielle sont tous ressortis inférieurs aux attentes en novembre, tandis que le taux de chômage dans les 31 villes principales passait de 6% à 6,7%. Le covid se répand très rapidement dans les grandes villes chinoises, perturbant la vie quotidienne et l'activité économique après la «réouverture». Au Japon, la dernière enquête Tankan montre que les anticipations d'inflation progressent, ce qui conforte notre opinion selon laquelle la Banque du Japon devra ajuster le contrôle de la courbe des taux.

Par ailleurs, l'enquête NFIB sur l'optimisme des entreprises a montré que le nombre de celles qui prévoyaient d'augmenter leurs stocks avait atteint un plancher de six ans. Cela n'est pas de bon augure pour les chiffres d'affaires en 2023 et nous pensons que les anticipations de bénéfices doivent encore être abaissées. **Notre portefeuille sous-pondère les actions.** Aux Pays-Bas, le projet du gouvernement de fermer quelque 3000 exploitations agricoles pour respecter les exigences environnementales de l'UE montre à quel point la transition écologique sera coûteuse. **Félicitations à l'Argentine pour sa victoire éclatante en Coupe du monde.**

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: SEMAINE CRUCIALE POUR LES BANQUES CENTRALES

La semaine dernière était la semaine des banques centrales, la Réserve fédérale américaine, la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ayant toutes relevé leurs taux directeurs de 50 pb. Si ces décisions marquent un recul par rapport aux hausses précédentes de 75 pb, le ton agressif des banques centrales a fait chuter les marchés boursiers. Il s'agissait des dernières réunions de politique monétaire de 2022, une année qui restera dans les annales pour ses cycles de durcissement monétaire d'une rapidité inédite. D'autres hausses de taux sont attendues en 2023 pour lutter contre une inflation persistante.



MACROÉCONOMIE: PAS DE SURCHAUFFE

Forte baisse de l'inflation des prix à la consommation aux Etats-Unis

En glissement mensuel (m/m), l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis s'est établi à 0,1% en novembre, soit nettement moins que les 0,3% attendus et les 0,4% enregistrés en octobre. En rythme annuel, l'indice a reculé de 7,7% à 7,1%. Dans le même temps, les ventes de détail ont faibli, passant d'une forte hausse de 1,3% en octobre à une baisse de 0,6% en novembre. De son côté, la production industrielle a chuté en novembre (de 0,2%) pour le deuxième mois consécutif.

Amélioration du climat des affaires en Allemagne

Bien que supérieure de 3,4% à celle de l'année précédente, la production industrielle de la zone euro a reculé de 2% en octobre par rapport à septembre. Mais on note de légères lueurs d'espoir. En données préliminaires, l'indice composite des directeurs d'achat publié par S&P Global a augmenté – d'un point à 48,8 – pour le deuxième mois consécutif en décembre.

Nouvelles difficultés pour l'économie chinoise

Les indicateurs de novembre soulignent un nouvel affaiblissement de l'économie chinoise. Les ventes de détail ont diminué de 5,9% en glissement mensuel en novembre, contre une hausse de 0,5% en octobre, tandis que la production industrielle reculait de 0,3% et que les investissements en immobilisations ralentissaient fortement. A la lumière des dernières données, nous avons abaissé nos anticipations concernant la croissance chinoise pour l'année en cours, de 3,2% à 2,8%.

MARCHÉS: «REALPOLITIK»

Le blues des taux d'intérêt plombe les actions

La semaine dernière, les actions ont encore été malmenées. Plus que les hausses de taux de 50 pb (largement attendues), c'est le ton ferme adopté par les banques centrales qui ouvre la voie à de nouvelles hausses de taux, malgré l'affaiblissement de la dynamique économique. Les marchés américains ont été ébranlés par les mauvais chiffres des ventes de détail et du secteur manufacturier pour novembre, et l'indice S&P 500 a abandonné 2,1% (en dollars¹) sur la semaine. En Europe, les indicateurs suggèrent que la récession à venir pourrait être moins sévère qu'on le craignait, mais le Stoxx Euro 600 a reculé de 3,3% (en euros²) après les commentaires de la BCE – «l'inflation reste bien trop élevée» et il faut s'attendre à de nouvelles hausses de 50 pb «pendant un certain temps». Enfin, l'enthousiasme suscité par la réouverture de la Chine s'est transformé en inquiétude quant à la propagation du covid, ce qui a entraîné une baisse de 2,7% (en dollars³) de l'indice MSCI China. Les commentaires publiés par les banques centrales la semaine dernière et les incertitudes à court terme en Chine invitent à la prudence vis-à-vis des actions internationales. En particulier, l'inflexion tant espérée des politiques monétaires pourrait se faire attendre.

Les emprunts d'Etat traversent une phase critique

Sans surprise, plusieurs grandes banques centrales – dont la Fed et la BCE – ont relevé leurs taux de 50 pb la semaine dernière, tout en indiquant clairement que d'autres hausses étaient à venir. Les marchés des obligations d'Etat ont réagi en ordre dispersé. Alors que les rendements des bons du Trésor américain ont reculé, ceux des Bunds ont augmenté. La correction des marchés obligataires européens semble logique, étant donné que la BCE a adopté un discours particulièrement ferme (la banque centrale devrait relever son taux de rémunération des dépôts deux fois de 50 pb au premier trimestre de l'année prochaine). Mais les acteurs du marché des bons du Trésor américain semblent avoir été moins convaincus par la Fed, même si sa fameuse trajectoire en pointillés a augmenté pour indiquer un taux des Fed Funds situé à 5,1% à la fin 2023 – un niveau supérieur d'un demi-point à celui envisagé en septembre. Compte tenu d'un affaiblissement significatif de la dynamique économique et du recul de l'inflation (le marché continue d'abaisser ses anticipations), le marché estime que la Fed commencera à assouplir ses taux directeurs au second semestre de l'année prochaine. Nous ne partageons pas ce diagnostic. Le marché des bons du Trésor pourrait rester volatil un certain temps, avant une convergence des rendements des emprunts d'Etat américains et européens en 2023. La semaine dernière, la BCE a également dévoilé une approche prudente du resserrement quantitatif (QT), avec un rythme initial de réduction du bilan de 15 milliards d'euros par mois de mars à juin. Il n'est pas certain que la prudence de la BCE dans la réduction de ses avoirs obligataires (totalisant 5000 milliards d'euros) apaise totalement les inquiétudes des investisseurs, toujours préoccupés par la vague d'émissions de dettes souveraines qui visera, l'année prochaine, à atténuer l'impact de la crise énergétique au moment même où la BCE se retire du marché. Le risque d'une forte hausse des rendements obligataires ne pouvant être ignoré, nous continuons à sous-pondérer les dettes périphériques de la zone euro, dont la viabilité pourrait devenir problématique.

Les perspectives des devises restent confuses

Attentifs au ton agressif adopté par les banques centrales la semaine dernière, les marchés ont jugé que la BCE «criait le plus fort», ce qui a permis à l'euro de surperformer par rapport à la livre et au dollar. Mais la monnaie unique a ensuite vacillé, les actifs risqués souffrant de mauvais chiffres aux Etats-Unis, tandis que l'agressivité des banques centrales favorisait le dollar pour son statut de valeur refuge. Dans l'ensemble, si la fermeté de la BCE est une condition préalable à un changement de cap du dollar, l'intention de plus en plus claire de la Fed de maintenir des conditions financières strictes malgré les signes croissants de récession devrait soutenir le billet vert, en particulier face aux devises cycliques. Le marché des changes devrait dès lors rester volatil dans les prochains mois.

PUBLICATIONS RÉCENTES

[HOUSE VIEW, 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? \(FLASH NOTE 05 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR FORECAST FOR OIL PRICES IN 2023 \(FLASH NOTE 02 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR 2023 FORECAST FOR THE US ECONOMY \(FLASH NOTE 01 DECEMBER 2022\)](#)

[OUR GLOBAL MACRO OUTLOOK FOR 2023 \(FLASH NOTE 29 NOVEMBER 2022\)](#)

[WHAT LULA'S ELECTION MEANS FOR BRAZILIAN ASSETS \(FLASH NOTE 07 NOVEMBER 2022\)](#)

¹ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, S&P 500 Composite (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 21,8%; 2018, -4,38%; 2019, 31,5%; 2020, 18,4%; 2021, 28,7%.

² Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, STOXX Europe 600 (rendement net sur 12 mois en euro): 2017, 11,2%; 2018, -10,2%; 2019, 27,6%; 2020, -1,5%; 2021, 25,5%.

³ Source: Pictet WM AA&MR, Thomson Reuters. Performances passées, MSCI China (rendement net sur 12 mois en dollar): 2017, 54,3%; 2018, -18,7%; 2019, 23,7%; 2020, 29,7%; 2021, -21,6%.

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 2022.