

PANORAMA HEBDOMADAIRE: 27 MARS 2023

TEMPS DE CRISE

SYNTHÈSE

- Les banques cherchent à restaurer la confiance
- Les anticipations de taux d'intérêt reculent
- Il convient d'éviter les obligations à haut rendement

Hémorragie des dépôts dans les banques américaines

César Pérez Ruiz
CIO et responsable des investissements

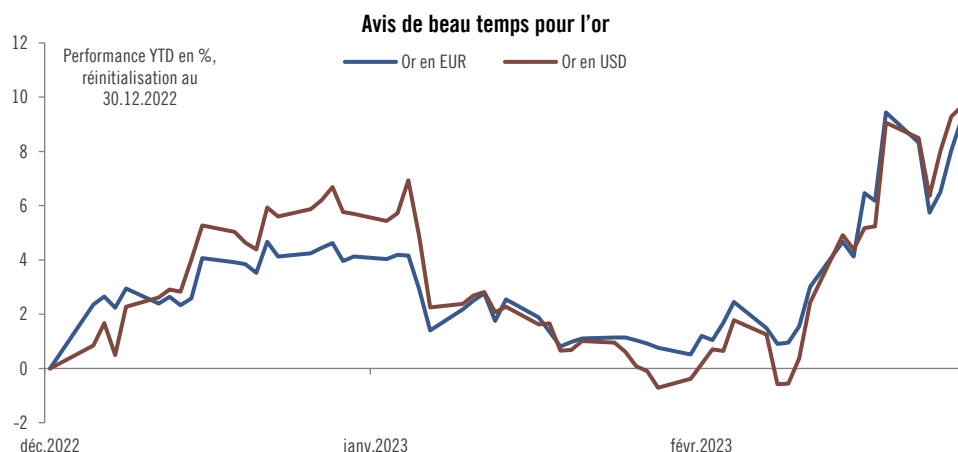
Comme attendu, la Réserve fédérale a relevé ses taux de 25 pb la semaine dernière. Selon son président, Jerome Powell, le Comité de politique monétaire de la Fed avait envisagé une pause dans le cycle de relèvement des taux d'intérêt, les événements récents dans le secteur bancaire étant susceptibles de conduire à un resserrement des conditions de crédit qui équivaldrait à une hausse des taux. De fait, les tensions persistantes qui touchent certains segments du système financier américain se reflètent dans la diminution des dépôts bancaires. Les banques régionales et locales ont ainsi vu leurs dépôts plonger de 120 milliards de dollars durant la semaine précédant le 15 mars, au plus fort de la tempête frappant la Silicon Valley Bank (SVB). Les dépôts liquides de l'ensemble des banques américaines ont chuté de 6% en rythme annuel au cours de la même semaine, soit une ampleur inédite depuis les années 1970. En conséquence, les banques empruntent massivement auprès de la Fed, que ce soit via son guichet d'escompte ou dans le cadre de son Programme de prêts bancaires à terme (Bank Term Lending Program). Mais la nécessaire réforme du système de garantie des dépôts (un problème qui a entraîné une panique bancaire dans le cas de la SVB) semble au point mort. L'ancien secrétaire au Trésor américain, Larry Summers, a exhorté les autorités de surveillance à garantir les dépôts non assurés des banques en faillite, mais il est peu probable que le Congrès approuve une telle mesure, sauf risque systémique. **Compte tenu de la persistance des incertitudes, nous continuons à sous-pondérer les marchés actions.**

En raison de l'inquiétude suscitée par la décision des autorités suisses de «laisser sur le carreau» les détenteurs d'obligations convertibles du Credit Suisse et des interrogations quant au prochain «maillon faible», les banques européennes restent également sous pression, malgré les paroles rassurantes des responsables de la Banque centrale européenne et des gouvernements. Dans ce contexte, la volatilité des obligations a été accrue par le manque de liquidités. Par ailleurs, l'Allemagne et la Commission européenne sont parvenues à un accord sur un plan (que l'Allemagne avait menacé de bloquer) visant à éliminer progressivement les voitures à moteur à combustion d'ici 2035. Compte tenu des investissements et des nouvelles infrastructures nécessaires pour accueillir les voitures neutres en CO₂ et d'autres initiatives dans le secteur de l'énergie, **nous sommes positifs vis-à-vis du plan Marshall vert de l'UE.** Après le sauvetage du secteur bancaire helvétique, la Banque nationale suisse (BNS) a relevé ses taux de 50 pb à 1,5% la semaine dernière. Elle anticipe une hausse des prix à la consommation encore supérieure à son objectif de 2% au quatrième trimestre 2025, ce qui laisse présager de nouveaux tours de vis. La BNS, qui continue de soutenir le franc pour réduire l'inflation importée, a vendu plus de CHF 20 milliards d'obligations libellées en devises étrangères au cours du seul quatrième trimestre 2022.

La semaine dernière, la Banque d'Angleterre et la Banque de Norvège ont relevé leurs taux de 25 pb et indiqué que d'autres hausses de taux étaient probables. Mais au vu des pressions subies par le secteur bancaire, les marchés estiment désormais que le cycle de resserrement mondial touche à sa fin. Cela a entraîné une chute des rendements obligataires à court terme et des pertes importantes pour les investisseurs (y compris les *hedge funds*) dont les stratégies reposaient sur la hausse des taux. L'annonce, la semaine dernière, d'un plan de restructuration de la dette du groupe immobilier chinois Evergrande confirme notre opinion positive à l'égard des actifs décotés, mais on ne peut exclure de nouveaux événements liés au crédit cette année. **Nous sous-pondérons donc le haut rendement et nous surpondérons l'or.**

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: L'OR, VALEUR REFUGE

Alors que les banques de divers pays traversent une période difficile et que les acteurs du marché anticipent une possible fin du cycle de resserrement monétaire, l'or a poursuivi sur sa lancée haussière la semaine dernière. Son prix en dollars a en outre bénéficié de la baisse du billet vert. Le métal jaune prouve ainsi qu'il joue son rôle de valeur refuge en période d'aversion au risque et de volatilité des obligations.



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance LP., au 24.03.2023

MACROÉCONOMIE: LE CHANGEMENT EN MARCHÉ

Les ventes de logements américains accusent une forte baisse annuelle

Les ventes de logements existants aux Etats-Unis ont augmenté de 14,5% en février par rapport au mois précédent, les taux hypothécaires refluant par rapport aux sommets de 20 ans atteints en fin d'année 2022. Mais en glissement annuel, les volumes de transactions ont chuté de 22,6%. Il s'agit de la première baisse des ventes de logements existants en glissement annuel depuis plus de dix ans. Parallèlement, les ventes de logements neufs ont progressé pour le troisième mois consécutif, augmentant de 1,1% par rapport à janvier. Elles ont néanmoins chuté de 19,0% par rapport à l'année précédente.

Le climat des affaires se redresse dans les services en zone euro

Selon les premières estimations de S&P Global, les indices des directeurs d'achat (PMI) de la zone euro ont continué à s'améliorer en mars, le PMI consolidé s'établissant à 54,1, contre 52,0 en février. Mais si le PMI des services a bondi à 55,6, dépassant largement les attentes, le PMI manufacturier a chuté à 47,1 contre 48,5 en février, ce qui suggère que l'activité continue de se contracter.

L'inflation japonaise ralentit

En rythme annuel, l'indice global des prix à la consommation (IPC) a reculé à 3,3% en février, contre 4,1% le mois précédent. L'IPC de base (hors aliments frais) a également fortement ralenti, passant de 4,2% à 3,1%. Le PMI de l'industrie manufacturière a augmenté à 48,6 en mars, contre 47,7 en février, mais reste en territoire de contraction.

MARCHÉS: TOUJOURS DOMINÉS PAR L'INCERTITUDE

Accalmie apparente

Si la décision rapide des autorités suisses de faire absorber le Credit Suisse par l'UBS a soulagé les marchés européens, les inquiétudes concernant le secteur bancaire de part et d'autre de l'Atlantique ont persisté tout au long de la semaine. Aux Etats-Unis, les investisseurs se sont concentrés sur le sort des petites banques régionales confrontées à une fuite des dépôts et sur la bataille incertaine pour l'extension de la garantie des dépôts. Si l'impact de la hausse rapide des taux d'intérêt en 2022 a continué à déstabiliser certains segments du secteur bancaire européen, nous restons convaincus que les banques européennes sont plus liquides et mieux capitalisées que leurs homologues américaines, à l'exception des établissements de premier plan. Un relèvement des taux de la Fed limité à 25 pb a apporté un certain soulagement aux marchés actions, tandis que le positionnement prudent des investisseurs limitait l'impact des tensions affectant le secteur bancaire, de sorte que le S&P 500 a gagné 1,41% (en dollars¹) et le Stoxx Europe 600 0,99% (en euros²). Compte tenu des nombreuses incertitudes et de l'augmentation des risques de récession aux Etats-Unis, nous continuons néanmoins

En quête de valeurs refuges

à sous-pondérer les actions des marchés développés. Mais les performances se sont resserrées, les géants de la technologie (et plus généralement les grandes capitalisations) continuant à bien se comporter, tandis que les secteurs plus cycliques, comme l'immobilier et l'énergie, étaient à la peine.

Après une baisse brutale, les rendements des bons du Trésor américain ont montré des signes de stabilisation, avant de rechuter en fin de semaine, les craintes liées au secteur bancaire renforçant l'attrait des valeurs refuges. La baisse des rendements s'explique également par l'espoir que la Fed ait procédé à sa dernière hausse de taux et qu'elle pourrait effectivement commencer à baisser ses taux directeurs dans les mois à venir. Le rendement du 10 ans est resté stable au cours de la semaine pour clôturer à 3,38%, tandis que le rendement du 2 ans fléchissait de 5 pb pour s'établir à 3,77%, la dette à court terme du gouvernement américain semblant bénéficier de flux continus en provenance des fonds monétaires. Dans le même temps, les problèmes de liquidités des petites banques régionales se sont répercutés sur plusieurs compartiments de la dette d'entreprise. Ces banques jouent en effet un rôle important dans le secteur de l'immobilier commercial, où de nombreux prêts doivent être renouvelés cette année. Les banques ayant été contraintes de resserrer leurs conditions de prêt, les *spreads* liés aux titres adossés à des créances hypothécaires commerciales se sont considérablement élargis. En ce qui concerne l'Europe, la dette bancaire subordonnée demeure sous pression. Ce contexte nous incite à rester prudents et à continuer de sous-pondérer la dette à haut rendement. Nous privilégions les crédits *investment grade* à court terme, les obligations de 1 à 3 ans offrant près de 4% en Europe, et plus aux Etats-Unis.

Le dollar suspendu aux banques et à la Fed

Au cours d'une semaine riche en décisions des banques centrales, le dollar a perdu du terrain par rapport à d'autres devises défensives comme le yen et le franc suisse, tout en reculant par rapport à l'or. L'affaiblissement du billet vert a reflété les anticipations de politique monétaire moins agressive aux Etats-Unis, mais aussi le risque accru que les difficultés du secteur bancaire s'accroissent et n'aggravent la récession aux Etats-Unis. Dans l'intervalle, les importantes liquidités que la Fed a dû mettre à la disposition des banques américaines ont réduit le risque d'une pénurie de dollars. De son côté, la BNS a relevé son taux directeur de 50 pb et laissé entendre qu'une hausse supplémentaire était très probable. Contrainte de gérer la résolution de la crise provoquée par le Credit Suisse, elle a néanmoins montré qu'elle restait concentrée sur la stabilité des prix et qu'elle était susceptible d'intervenir pour soutenir le franc suisse afin de contrer l'inflation importée.

PUBLICATIONS RECENTES

[HOUSE VIEW, MARCH 2023](#)

[HAVE ENDOWMENTS FOUND A PLACE TO HIDE? \(21 MARCH 2023\)](#)

[2023 GLOBAL MACRO OUTLOOK: SCENARIO UPDATE \(FLASH NOTE 15 MARCH 2023\)](#)

[CHINA: MODEST ECONOMIC TARGETS AND PRUDENT POLICY SUPPORT \(FLASH NOTE 7 MARCH 2023\)](#)

[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 \(FLASH NOTE 12 JANUARY 2023\)](#)

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, 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%.

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 redisseminated 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.