

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 5 DÉCEMBRE 2022

# QUAND LE BROUILLARD SE DISSIPERA-T-IL?

### SYNTHÈSE

- Espoirs de hausses de taux moins rapides de la Fed
- Réouverture précoce compliquée en Chine
- Retour en force du yen

### Powell prêt à lever le pied

César Pérez Ruiz

CIO et responsable des investissements

A l'issue du discours prononcé par Jerome Powell à l'Institut Brookings mercredi dernier, les marchés ont choisi de retenir que la Fed était prête à ralentir le rythme des hausses de taux. Son président a néanmoins répété que le marché du travail restait tendu – les offres d'emploi dépassent largement le nombre de chômeurs – et déclaré que la Fed attendait des «preuves plus sensibles» de la baisse de l'inflation. Reflétant une inflation hors alimentation et énergie (PCE «core») en hausse de 0,2% en glissement mensuel en octobre (5,0% en glissement annuel), les chiffres publiés le lendemain ont semblé justifier sa prudence. A court terme, la diminution progressive des offres d'emploi ne freinera pas l'augmentation des salaires, ce qui nous amène à anticiper de nouvelles hausses de taux au 1<sup>er</sup> trimestre 2023. Nous prévoyons des hausses de 50 pb en décembre et février, puis une hausse de 25 pb en mars (ce qui porterait le taux des Fed Funds à 5,0-5,25%). Au mois d'octobre, les dépenses de consommation ont progressé comme attendu, le revenu personnel a augmenté plus que prévu et le taux d'épargne a chuté à 2,3% (un plancher depuis 2005), les consommateurs ayant dépensé plus d'argent qu'ils n'en avaient gagné. En novembre, l'indice ISM du secteur manufacturier est entré en territoire de contraction pour la première fois depuis le début de la crise, et nous surveillerons cette semaine l'indice ISM des services pour en savoir plus sur la santé de l'économie américaine. Les rendements des bons du Trésor américain (que nous surpondérons) ont reculé, le rendement du 10 ans clôturant la semaine à 3,5%. La semaine dernière, la décision de Blackstone de limiter les retraits de son fonds immobilier après un afflux de demandes de rachat et le dépôt de bilan du prêteur de crypto-monnaies BlockFi ont rappelé **l'existence de certains risques, le resserrement des conditions financières entraînant des préoccupations accrues vis-à-vis des liquidités.**

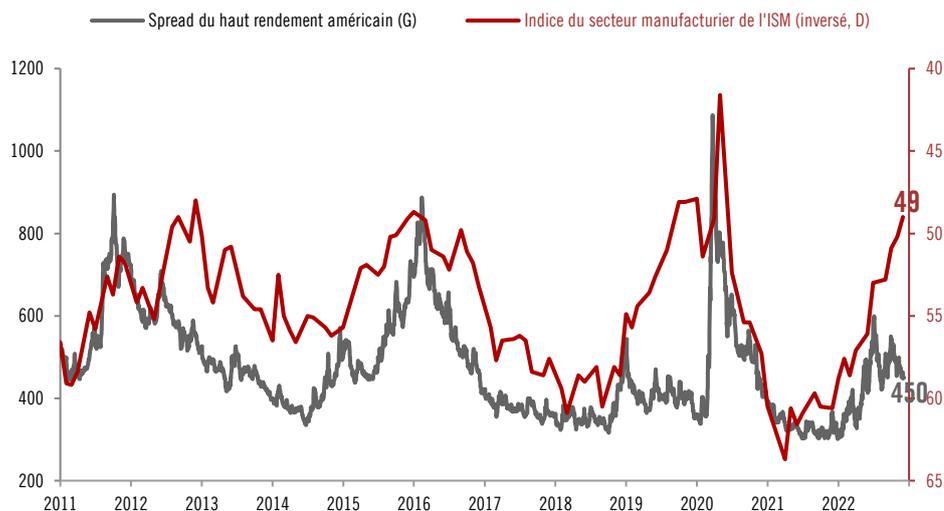
L'inflation globale en zone euro s'est établie à 10,0% en glissement annuel en novembre (10,6% en octobre), alimentant les espoirs d'un dépassement du pic d'inflation dans la région. Mais l'essentiel de la baisse est imputable aux prix de l'énergie, tandis que l'inflation de base est restée inchangée au niveau excessivement élevé de 5%. Dans le même temps, le chômage a chuté à un niveau record de 6,5% en novembre (ce qui reflète en partie l'impact du plan de relance de 200 milliards d'euros engagé par l'Union européenne). Aujourd'hui, parallèlement à l'embargo de l'UE sur les importations de brut par voie maritime, les pays du G7, l'UE et l'Australie ont instauré un plafond de 60 USD/baril pour le pétrole russe. La Russie menace de ne pas vendre son pétrole aux pays qui acceptent ce plafond, tandis que l'Opep+ a réitéré son intention de réduire la production quotidienne de 2 millions de barils, du mois de novembre jusqu'à la fin 2023. **Nous sommes positifs à l'égard du secteur pétrolier.** Le PIB de la Suisse a progressé de 0,2% en glissement trimestriel au 3<sup>e</sup> trimestre, contre 0,1% au 2<sup>e</sup>. Nous sommes neutres face aux actions suisses.

Malgré de nouveaux signes de faiblesse de l'activité économique, les actions chinoises se sont envolées la semaine dernière, les autorités accélérant l'assouplissement de leur politique «zéro covid» après une vague de protestations. Mais **la voie vers une réouverture complète sera semée d'embûches**, sachant qu'un rebond soudain de l'épidémie risquerait de submerger le système de santé.

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LES SPREADS DES TITRES À HAUT RENDEMENT RÉSISTENT

L'indice des directeurs d'achat de l'ISM pour le secteur manufacturier a plongé sous le seuil des 50 en novembre pour la première fois depuis mai 2020, ce qui montre qu'une majorité des entreprises américaines anticipe une détérioration de l'activité. Cette situation contraste avec le regain d'optimisme observé dans les segments les plus risqués du marché du crédit. De fait, le récent resserrement des *spreads* du haut rendement américain par rapport aux bons du Trésor suggère qu'une récession n'est pas à l'ordre du jour.

Alors que les indicateurs d'activité reculent, les *spreads* du haut rendement se resserrent



Source: Pictet WM - CIO Office & Macro Research, FactSet, 1<sup>er</sup> décembre 2022

## MACROÉCONOMIE: DES SIGNES DE VIE

### Baisse de l'inflation et du chômage en zone euro

Selon les estimations provisoires, l'inflation globale en zone euro a reculé à 10,0% en rythme annuel en novembre, contre 10,6% le mois précédent. Cette première baisse en 17 mois est essentiellement due à une forte diminution de l'inflation liée à l'énergie. Quant à l'inflation de base, elle est restée inchangée à 5,0% en novembre, mais devrait diminuer pour s'établir à 3,5% en moyenne en 2023. De bonnes nouvelles ont également été annoncées sur le front de l'emploi, le taux de chômage de la zone euro ayant atteint un plancher de 6,5% en octobre.

### Résistance du marché du travail et de la consommation aux États-Unis

Aux États-Unis, le nombre d'emplois non agricoles a augmenté de 263 000 en novembre, soit un léger tassement par rapport au chiffre révisé d'octobre (284 000), tandis que le taux de chômage restait inchangé à 3,7%. Le salaire horaire moyen a progressé de 5,1% en novembre par rapport à l'année dernière, après 4,7% en octobre. En outre, les dépenses de consommation ont bien résisté en octobre, augmentant de 0,8% par rapport au mois précédent. L'inflation américaine a montré de nouveaux signes de ralentissement, les dépenses de consommation hors alimentation et énergie (PCE «core») – l'indicateur privilégié de la Fed – ayant reculé à 5,0% en rythme annuel en octobre, contre 5,2% le mois précédent.

### Détérioration de l'activité économique en Chine

En Chine, l'indice composite officiel des directeurs d'achat fourni par le NBS (Bureau national des statistiques) est ressorti à 46,7, contre 48,7 le mois précédent. Il s'agit du chiffre le plus faible depuis avril 2022, alors que l'activité ralentit tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Ailleurs en Asie, la croissance du PIB indien s'est établie à 6,3% en glissement annuel au cours du trimestre clôturé le 30 septembre, contre 13,5% au trimestre précédent.

## MARCHÉS: PAS SI VITE

### Prudence, prudence

Grisés par le discours de Jerome Powell évoquant un ralentissement des hausses de taux dès ce mois-ci, les investisseurs américains ont revu à la baisse (peut-être prématurément) leurs anticipations pour le taux des Fed Funds. Un rapport soulignant la robustesse de l'emploi non agricole a néanmoins entamé leur enthousiasme, et les gains hebdomadaires du S&P n'ont guère dépassé 1,2% (en USD<sup>1</sup>). Nous recommandons toujours la prudence. Selon nous, le rapport sur l'emploi et les solides hausses de salaire inciteront la Fed à poursuivre ses efforts en vue de freiner la demande. La semaine dernière, la capacité du S&P 500 à dépasser sa moyenne mobile à 200 jours pour la première fois en six mois a été considérée par certains comme un signal haussier. Mais si cette configuration a toujours été de bon augure dans une économie en phase de reprise, elle n'a jamais été observée sur des marchés anticipant une récession. Les indices chinois et les indices asiatiques plus larges ont bénéficié de signes indiquant que la Chine accélérerait l'assouplissement de sa politique «zéro covid». Les efforts de relance – ciblant notamment le secteur immobilier – pourraient contribuer à renforcer une dynamique économique fragile et rendre le marché chinois plus attractif dans les mois à venir.

### Contexte particulier pour les obligations

La semaine passée a été mouvementée pour les obligations. Les remarques du président de la Fed sur le ralentissement des hausses de taux et la baisse des dépenses de consommation ont conduit les marchés à anticiper un taux final des Fed Funds désormais inférieur à 5%, ce qui a entraîné une baisse des rendements des obligations à long terme tout en renforçant l'inversion de la courbe des rendements. Mais le bon rapport sur l'emploi de novembre aux Etats-Unis a mis en évidence une solide augmentation des salaires horaires et déclenché une baisse équivalente des rendements à deux ans. Alors qu'une récession se profile, les rendements des bons du Trésor américain semblent attractifs, en particulier pour les échéances courtes et moyennes. Ailleurs, la faiblesse du dollar a ravivé l'intérêt pour les obligations émergentes, avec un rétrécissement des *spreads* entre crédit asiatique et américain *investment grade*, également dû à l'abandon progressif de la politique «zéro covid» en Chine. Nous restons optimistes à l'égard des obligations IG asiatiques en dollars. Mais nous attendons des preuves plus convaincantes d'une inflexion du billet vert avant d'abandonner notre position neutre en dette souveraine émergente en devise locale.

### Inflexion en vue pour le dollar

Les allusions claires de Jerome Powell à un prochain ralentissement du rythme des hausses de taux de la Fed ont pesé sur le dollar la semaine dernière, malgré un rebond vendredi dans le sillage des bons chiffres de l'emploi non agricole aux Etats-Unis. En revanche, le yen a enregistré une performance remarquable. La devise japonaise a gagné 2,8% par rapport au billet vert, les investisseurs institutionnels nippons revenant vers leur monnaie domestique tandis que les investisseurs étrangers réduisaient leurs positions vendeuses. La phase de renforcement des Etats-Unis nous paraît terminée et le dollar devrait perdre du terrain l'année prochaine si les marchés et les économies se stabilisent. Mais nous n'en sommes pas encore là. En effet, le marché sous-estime peut-être la détermination de la Fed à faire baisser l'inflation, alors que le dollar est susceptible de mieux résister à une récession que d'autres devises. L'impact du conflit ukrainien sur l'Europe et les problèmes de la Chine ne laissent émerger aucune alternative plus intéressante. En conclusion, s'il est possible que le dollar ait atteint un sommet, de nombreux facteurs de court terme suggèrent qu'il s'agit d'un sommet instable.

## PUBLICATIONS RÉCENTES

[HOUSE VIEW, 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 \(FLASH NOTE 07 NOVEMBER 2022\)](#)

[US TREASURIES VOLATILITY IS RISING AMID DETERIORATING LIQUIDITY \(FLASH NOTE 01 NOVEMBER 2022\)](#)

[IT AIN'T OVER 'TIL IT'S OVER \(FLASH NOTE 31 OCTOBER 2022\)](#)

[CHINA'S GROWTH REBOUND AND THE FUTURE OF ITS ZERO-COVID POLICY \(FLASH NOTE 26 OCTOBER 2022\)](#)

[US MIDTERM ELECTIONS: A RETURN TO POLITICAL GRIDLOCK? \(FLASH NOTE 25 OCTOBER 2022\)](#)

[ECB PREVIEW: HIGHER RATES, TIGHTER LIQUIDITY \(FLASH NOTE 21 OCTOBER 2022\)](#)

[THE US TIGHTENS ITS GRIP ON SEMICONDUCTORS \(FLASH NOTE 18 OCTOBER 2022\)](#)

[ROUGHER SEAS AHEAD \(FLASH NOTE 17 OCTOBER 2022\)](#)

[US DOLLAR ENTERING EXTREME TERRITORY \(FLASH NOTE 04 OCTOBER 2022\)](#)

---

<sup>1</sup> 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%.

## 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 2022.