

## PANORAMA HEBDOMADAIRE: 6 FÉVRIER 2023

# EMPLOI À PROFUSION

### SYNTHÈSE

- La politique monétaire et le rapport sur l'emploi américain provoquent des remous
- Les valorisations des actions américaines semblent chères
- L'Europe évite la récession

### LE FLOU DOMINE

César Pérez Ruiz  
CIO et responsable des  
investissements

La semaine dernière, la Fed a réduit le rythme de ses hausses de taux de 50 à 25 pb. A rebours des commentaires formulés après la précédente hausse des taux, son président Jerome Powell a jugé que l'assouplissement des conditions financières – provoqué en grande partie par une baisse des prix de l'énergie et par les anticipations vis-à-vis de la politique monétaire – ne suscitait guère d'inquiétude. Selon lui, la Fed «ne se concentre pas sur les mouvements à court terme», sachant que «le processus de désinflation a commencé». Dans un premier temps, les marchés ont fortement progressé, ignorant le refus de la Fed d'envisager une baisse des taux et la référence de Jerome Powell à l'étroitesse persistante du marché du travail. Mais les très bons chiffres des créations d'emplois non agricoles en janvier et la baisse du chômage à un niveau inédit depuis 1969 ont semé le doute jusque dans l'esprit des plus optimistes, déclenchant une correction des actions et des obligations vendredi dernier. Entre-temps, les indicateurs de l'économie américaine ont provoqué des remous: le rapport favorable sur l'emploi contraste avec les licenciements massifs des grandes entreprises technologiques, tandis que la baisse de l'indice ISM manufacturier en janvier (pour le troisième mois consécutif) tranche avec la hausse beaucoup plus importante que prévu de l'indice ISM non manufacturier le mois dernier. En résumé, les services à forte intensité de main-d'œuvre semblent en bonne santé, alors que les usines américaines, ainsi que les entreprises liées à la technologie et aux communications, sont à la peine. Trois géants de la technologie ont par ailleurs publié des résultats décevants au quatrième trimestre et signalé un ralentissement de la croissance. Malgré les espoirs d'un «atterrissage en douceur», **nous restons donc prudents face aux actions américaines**. Les valorisations semblent agressives compte tenu du flou qui entoure les perspectives économiques, de l'engagement de la Fed à poursuivre une politique restrictive et du risque de recul des bénéfices.

Même si la BCE a relevé ses taux de 50 pb jeudi dernier, tout en s'engageant à faire de même en mars, elle a déclaré que les perspectives d'inflation et de croissance étaient devenues «plus équilibrées» et que les futures décisions dépendraient des données. A l'instar de Jerome Powell (et du gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey), Christine Lagarde ne s'est pas opposée frontalement aux anticipations d'une prochaine inflexion de la politique monétaire. Cette attitude a provoqué un rallye des actions et des obligations européennes. Malgré la correction de vendredi dernier, les gains hebdomadaires paraissent quelque peu excessifs dans une économie qui frôle la stagnation en raison de la faiblesse des dépenses des ménages. La hausse des prix à la consommation hors alimentation et énergie en zone euro est restée obstinément élevée en janvier (5,2%), tandis que l'indice des prix à la production dépassait les attentes. Mais il est vrai que **les valorisations des actions sont moins chères en Europe qu'aux Etats-Unis**. En Chine, les récents indices des directeurs d'achat suggèrent une amélioration de l'activité. **La reprise chinoise devrait soutenir les prix de l'énergie** en 2023, car la Chine est en concurrence avec l'Europe dans un contexte d'offre relativement restreinte. Nous suivrons attentivement cette situation, ainsi que les prochains rapports sur l'inflation au Japon.

## GRAPHIQUE DE LA SEMAINE: LA VOLATILITÉ RETOMBE

Le début d'année en fanfare des actifs risqués, l'apaisement des craintes inflationnistes et le discours moins agressif des banques centrales ont contribué au recul récent de la volatilité des obligations et des actions. Sur les marchés obligataires américains, la volatilité implicite de l'indice MOVE a atteint mercredi dernier son plus bas niveau depuis la mi-mars 2022. Le même jour, l'indice VIX qui mesure la volatilité des actions a chuté à un plancher depuis début janvier 2022. Mais les marchés semblent excessivement optimistes, alors que de nouvelles révisions à la baisse des bénéfices pour 2023 risquent de couper court au récent rebond. Les investisseurs doivent dès lors rester prudents.

Accalmie sur le front de la volatilité



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg Finance LP, au 02.02.2023

## MACROÉCONOMIE: UNE ACTUALITÉ RÉJOUISSANTE

### La zone euro évite la récession

Parmi une foison d'indicateurs concernant la zone euro, l'estimation préliminaire d'Eurostat pour la croissance du PIB au 4<sup>e</sup> trimestre 2022 a atteint 0,1% par rapport au trimestre précédent (la zone euro évite donc la récession) et 1,9% en glissement annuel. Mais les économies allemande et italienne se sont contractées au quatrième trimestre 2022. Selon les chiffres provisoires d'Eurostat, l'inflation globale est passée (en rythme annuel) de 9,2% en décembre à 8,5% en janvier, pour atteindre un plancher inédit depuis le mois de mai dernier. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) est néanmoins restée stable à 5,2% en janvier. Par ailleurs, le taux de chômage dans la zone est demeuré inchangé à 6,6% en décembre, soit le taux le plus bas depuis la création de cette statistique (1995).

### La Chine retrouve le chemin de la croissance

Les indices des directeurs d'achat (PMI) chinois ont nettement augmenté en janvier, reflétant la réouverture rapide du pays. Le PMI composite officiel a progressé de 10 points à 52,9, ce qui suggère que l'activité commerciale est de nouveau en expansion après trois mois consécutifs de contraction. De son côté, le PMI officiel non manufacturier a bondi de 41,6 à 54,4. Mais alors que le PMI officiel montre une activité manufacturière en (légère) expansion, l'indice non officiel Caixin est resté sous la barre des 50 en janvier.

### Les créations d'emplois tiennent bon aux Etats-Unis

Les chiffres des emplois non agricoles se sont avérés meilleurs qu'anticipé en janvier, l'économie américaine ayant créé 517 000 emplois (contre 260 000 en décembre), tandis que le taux de chômage chutait à 3,4%, niveau inédit depuis plusieurs décennies. Parallèlement, le salaire horaire moyen a augmenté de 4,4% en janvier, contre 4,8% en décembre. Enfin, l'indice de l'industrie manufacturière américaine publié par l'ISM (Institute for Supply Management) a montré que l'activité des usines avait diminué pour le troisième mois consécutif en janvier. Mais l'indice ISM non manufacturier a surpris à la hausse, passant de 49,2 en décembre à 55,2 en janvier.

## MARCHÉS: LA HAUSSE EST-ELLE CERTAINE?

### Magie des valorisations

La semaine dernière, les indices boursiers américains ont accueilli avec enthousiasme le changement de ton de la Fed. La baisse des rendements obligataires a permis au Nasdaq, qui abrite de nombreuses valeurs technologiques, d'enregistrer des gains importants, avant que les résultats décevants des géants américains de la technologie au quatrième trimestre ne douchent l'optimisme du marché. Une partie des gains hebdomadaires (1,6% pour le S&P 500<sup>1</sup> et 3,3% pour le Nasdaq<sup>2</sup>, en USD) a été effacée par un rapport sur l'emploi de janvier nettement meilleur qu'anticipé, mettant en doute la possibilité que la Fed devienne plus accommodante et que l'économie américaine poursuive sa croissance sans être entravée par l'inflation. Malgré la bonne tenue de (certaines parties de) l'économie américaine, nous restons préoccupés par la hausse des valorisations, synonyme d'augmentation du cours des actions en l'absence de dynamique des bénéfiques. Nous favorisons donc les actions européennes et japonaises, qui affichent des valorisations plus raisonnables.

### Dangereuses divergences

Malgré une nouvelle série de hausses de taux aux Etats-Unis et en Europe, les commentaires des banques centrales ont soutenu le rallye obligataire pendant la majeure partie de la semaine dernière. Les marchés ont considéré que les commentaires du président de la Fed, Jerome Powell, annonçaient un prochain «pivot», considérant que des données économiques incertaines et un ralentissement de l'inflation pourraient amener la Fed à faire une pause dans la hausse des taux, voire à les abaisser. Nous estimons que la Fed cessera de relever ses taux (sans pour autant les abaisser) quand les Fed Funds auront atteint 5-5,25%. Malgré les signes de ralentissement de la hausse des salaires horaires, le rapport sur l'emploi de janvier, bien meilleur que prévu, a confirmé cette analyse et déclenché un rebond significatif des rendements obligataires, associé à une hausse de la volatilité des obligations. De l'autre côté de l'Atlantique, la conférence de presse conciliante de la BCE a suscité jeudi dernier une forte hausse des emprunts d'Etat européens et un resserrement des *spreads* pour les obligations périphériques de la zone euro, bien que ces deux phénomènes se soient partiellement inversés vendredi. Mais le resserrement des *spreads* a persisté sur le marché du crédit, les *spreads* des obligations d'entreprise américaines à haut rendement passant sous la barre des 400 pb (indice ICE BofA) pour la première fois depuis avril dernier.

### Rebond du billet vert après le rapport sur l'emploi

Alors que le ralentissement de la hausse des taux de la Fed était largement anticipé, le commentaire rassurant de son président, Jerome Powell, a pesé sur le dollar, qui s'est redressé en fin de semaine après le rapport sur l'emploi et les données sur les services de janvier, étonnamment bonnes. La révision à la hausse de la trajectoire des taux de la Fed a dégradé l'appétit pour le risque au niveau mondial et stimulé le billet vert. Le dollar reste néanmoins surévalué et devrait continuer de s'effriter à moyen terme. Les orientations de la BCE et de la Banque d'Angleterre ont également été jugées négatives, ce qui a pesé sur l'euro et sur la livre. Nous sous-pondérons la devise britannique, notamment parce que le compromis entre la lutte contre l'inflation et la tentative d'éviter une récession semble hors de portée au Royaume-Uni.

## PUBLICATIONS RÉCENTES

[HOUSE VIEW, JANUARY 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 \(FLASH NOTE 09 DECEMBER 2022\)](#)

[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 \(FLASH NOTE 06 DECEMBER 2022\)](#)

---

<sup>1</sup> 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%.

<sup>2</sup> 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%.

## 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 2023.