

La décision de la Fed sur les taux d'intérêt pèse sur les marchés

Au cours du trimestre écoulé, la Fed est restée fidèle à elle-même et a poursuivi son resserrement monétaire, signalant en outre que les taux resteraient à un niveau plus élevé pendant une période prolongée. De nouvelles hausses, peut-être même en 2023, ne semblent pas exclues. Bien que l'inflation soit plus ou moins maîtrisée, la prudence reste de mise en ce qui concerne l'évolution des prix. Le marché du travail reste solide et la conjoncture américaine a enregistré selon la Fed des taux de croissance estimés à 5–6 % en août et en septembre.

La banque centrale américaine a confirmé le cap choisi et surpris les marchés avec ses déclarations. Les attentes en matière de taux d'intérêt ont dès lors été fortement révisées pour les deux années à venir. Pour 2024, les acteurs du marché ne prévoient plus que deux baisses de taux, ce qui a entraîné une nette hausse des rendements et un raffermissement du dollar. Les marchés obligataires ont rapidement réagi, sauf dans certains pays émergents, et se sont orientés à la baisse. Les marchés boursiers mondiaux ont également reculé, abandonnant 1,3 % au 3^e trimestre selon l'indice MSCI

ACWI. La réduction de l'offre de l'OPEP+ a certes fait grimper le prix du pétrole, mais ceci n'a que légèrement freiné la baisse des marchés des matières premières.

Les actions de substance dites «value» ont le vent en poupe

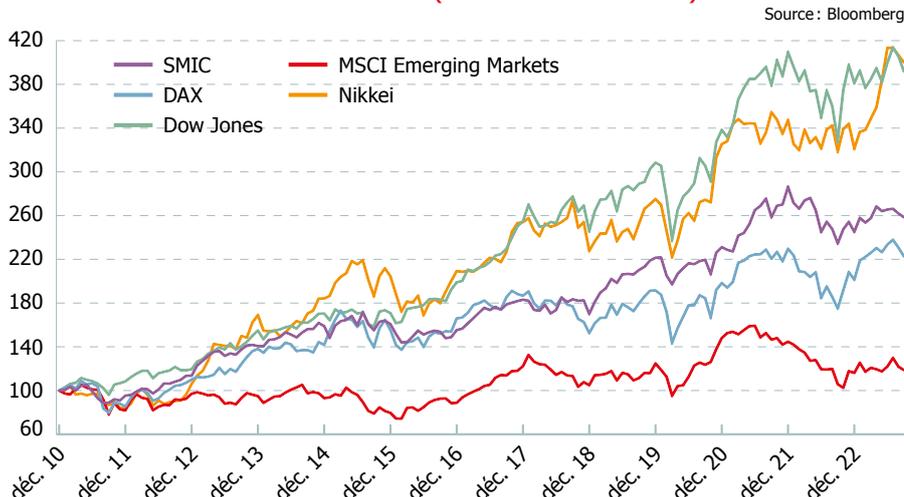
La correction des marchés boursiers mondiaux a réduit à néant les gains réalisés au 3^e trimestre. Cette évolution est en particulier imputable à la révision des attentes en matière de taux d'intérêt pour les deux prochaines années. En Europe, la baisse de 5,8 % selon l'indice l'EuroStoxx 50 s'avère encore plus marquée. Alors

que la conjoncture américaine s'est redressée, elle s'est ralentie en Europe. En recul de 1,6 % (chiffres convertis en CHF), les marchés d'actions des pays émergents n'offrent pas un tableau plus réjouissant. L'Amérique latine a connu d'importants accès de faiblesse, le Mexique affichant la pire performance avec une moins-value de 4,3 %. Les pays d'Europe de l'Est affichent une évolution inhomogène. La hausse d'environ 70 points de base des rendements des obligations américaines à 10 ans a également eu des répercussions sur les styles d'investissement. Au sein de l'univers de l'indice MSCI World, les titres de substance («value») ont eu le vent en poupe, surperformant de plus de 3 % les valeurs de croissance («growth»). Au niveau sectoriel (chiffres convertis en CHF), les titres énergétiques ont fortement progressé (+12,8 %). La communication (+3,5 %) et les valeurs financières (+0,9 %) se sont légèrement appréciées, tandis que les technologies de l'information (-4,2 %), les biens de consommation durables (-4,8 %) et les services aux collectivités (-7,9 %) ont nettement reculé.

Les obligations sous pression

Au vu des données conjoncturelles américaines et de la stabilisation de l'économie chinoise, les risques de récession sont désormais jugés moins aigus. En conséquence, les anticipations de taux d'intérêt, et donc de rendement à long terme, ont été revues à la hausse. Les marchés des emprunts d'Etat ont réagi en perdant jusqu'à 3,9 % (Etats-Unis -3,1 %, Japon -2,9 %). Au Japon, l'inflexion de la politique de contrôle de la courbe

Performance des marchés actions (en monnaies locales)



des taux a encore renforcé les vents contraires. Les marchés émergents n'ont pas été épargnés par la tempête. Les obligations en devises fortes (-4,7% en USD) ont reculé, tout comme celles en monnaies locales (-0,9% en CHF). Le raffermissement de l'USD a également pesé sur les valorisations. En recul de 3,6%, les obligations d'entreprises américaines ont perdu beaucoup plus de terrain que leurs homologues européennes (+0,4%). Ce sont surtout les obligations de qualité supérieure qui ont contribué à la sous-performance. Seules les obligations de faible qualité (Global High Yield) ont enregistré une performance positive (+0,5% hedged en USD).

Le dollar se redresse

La fermeté du dollar a été le thème dominant au cours du trimestre écoulé. Les données conjoncturelles américaines positives et un différentiel d'intérêt favorable ont permis au

billet vert de s'apprécier face au CHF (+2,2%). Il convient de mentionner la faiblesse de la livre sterling (-1,8%) par rapport au CHF en raison des craintes de récession qui ont émergé en Grande-Bretagne. Les devises des pays émergents se sont, à quelques exceptions près, dépréciées par rapport au CHF.

Faiblesse persistante des matières premières

Au 3^e trimestre, la tendance négative sur les marchés des matières premières s'est poursuivie et les prix des produits agricoles en particulier ont sensiblement baissé. Même la hausse du prix du pétrole (Brent +27%) induite par la stabilisation de la conjoncture chinoise et la réduction de la production décidée par l'OPEP+ n'a pas suffi à freiner la chute des marchés des matières premières. Le prix de l'or a reculé de -3,7% en raison de la hausse continue des rendements réels.

L'énergie chère, un frein à la croissance?

Les effets d'une hausse durable des prix de l'énergie sur l'inflation et la croissance économique ne sont pas clairs. Nous partons du principe que les banques centrales se concentreront pour le moment sur l'inflation de base et ne relèveront pas leur taux d'intérêt en raison de la hausse temporaire des prix de l'énergie. La croissance économique devrait être globalement faible et varier selon les régions. L'économie américaine semble pouvoir conserver son premier rang mondial, la Chine est confrontée à une demande intérieure faible et aux problèmes persistants du secteur immobilier, tandis qu'un ralentissement est en cours dans la zone euro. Une récession semble inévitable et l'optimisme des marchés n'est pas justifié.

Situation macroéconomique en bref

Croissance	2022	2023 (Prévisions)	Taux de chômage	2022	2023 (Prévisions)
Suisse	2.0	0.8	Suisse	2.2	2.1
USA	2.1	2.1	USA	3.6	3.7
Zone euro	3.5	0.5	Zone euro	5.3	5.6
Chine	3.0	5.0	Chine	8.2	7.9

Inflation	2022	2023 (Prévisions)	Taux directeurs	2022	2023 (Prévisions)
Suisse	2.9	2.2	Suisse	1.25	1.65
USA	8.0	4.2	USA	4.50	5.55
Zone euro	8.4	5.6	Zone euro	2.50	4.40
Chine	2.0	0.6			

Source : Bloomberg; estimations du consensus au 30.9.2023; données exprimées en %

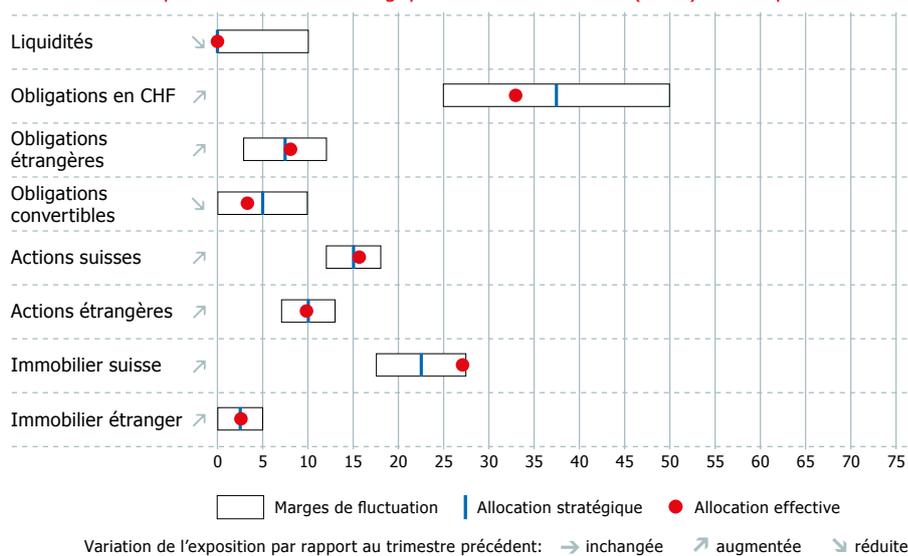
La politique monétaire des banques centrales sur le fil du rasoir

La politique monétaire est restée restrictive au T3. Fin juillet, la Fed a encore augmenté son taux directeur de 25 pb à 5,5%, niveau le plus élevé depuis 22 ans. La BCE a pour sa part relevé son taux à deux reprises de 50 pb au total, pour le porter à 4,5%. Compte tenu de la dette publique élevée de l'Europe du Sud et de la forte dégradation du climat des affaires en Allemagne, cette mesure pourrait étouffer la conjoncture. En Suisse, le taux directeur demeure inchangé à 1,75%. La faiblesse de l'inflation en comparaison internationale offre une certaine marge de manœuvre à la BNS.

Les rendements obligataires augmentent – mais pas en Suisse

En raison de la résilience de la conjoncture, les rendements des emprunts d'Etat américains à 10 ans ont atteint un nouveau plus haut annuel de 4,6% à la fin du trimestre, alors qu'ils sont restés à 1,1% seulement en Suisse. Dans le segment à court terme, l'écart s'est encore creusé en raison de l'inversion de la courbe des taux US. Les coûts de couverture des obligations américaines s'élèvent désormais à un peu plus de 4%. La diversification internationale avec couverture des risques n'a pas apporté de plus-value cette année du point de vue d'un investisseur calculant en CHF. La courbe des taux en CHF étant plate, la prise de risques de durée n'est pas payante. Nous privilégions le segment des durées courtes à moyennes et sous-pondérons légèrement la durée dans les produits Mixta Optima.

Allocation tactique vs allocation stratégique MIXTA OPTIMA 25 (en %) à fin septembre 2023



Les craintes de récession et le boom de l'IA divisent les marchés boursiers

La plupart des marchés des actions ont connu une phase de consolidation au T3, les BC ayant laissé entrevoir qu'elles maintiendraient leur cap restrictif. Elles prennent ainsi en compte la possibilité d'un ralentissement conjoncturel, voire d'une récession. Les petites capitalisations et les valeurs industrielles sensibles à la conjoncture ont particulièrement souffert. L'intelligence artificielle continue de susciter beaucoup d'enthousiasme. Le marché boursier US est resté orienté à la hausse sous l'impulsion d'un petit nombre de poids lourds du secteur technologique qui ont généré plus de 80% de la performance de l'indice S&P 500. Les prévisions de croissance et de bénéfices à long terme de ces entreprises prometteuses

semblent ambitieuses dans un contexte économique qui se dégrade. Nous privilégions les segments plus défensifs, comme les titres à faible volatilité ou les petites capitalisations à titre de diversification. Dans l'ensemble, nous conservons une pondération neutre pour les actions.

Divergences croissantes entre types d'investissements immobiliers

Eu égard à l'environnement des taux, on observe d'importants écarts de rendement régionaux. A l'étranger, les prix se sont retrouvés sous pression en raison de la hausse du loyer de l'argent. En Suisse, la structure des prix est dans l'ensemble restée stable et la demande de biens résidentiels robuste. Toutefois, la sélectivité est de mise, une attention accrue étant désormais accordée à des rendements du cash flow durables. Notre préférence va aux biens immobiliers suisses évalués à la VNI recourant le moins possible à des capitaux étrangers et maintenons une surpondération. En raison des agios historiquement bas des placements suisses cotés, certaines valorisations sont devenues attractives, raison pour laquelle nous avons procédé à des achats ponctuels.

Aperçu des performances MIXTA OPTIMA à fin septembre 2023

Catégorie I, nette de frais

	YTD	2022	3 ans*	5 ans*	10 ans*
MIXTA OPTIMA 15**	1.68%	-9.72%	-0.90%	0.68%	2.00%
MIXTA OPTIMA 25	1.67%	-9.84%	0.46%	1.46%	3.00%
MIXTA OPTIMA 35	1.98%	-11.24%	0.83%	1.63%	3.23%
Pictet LPP 25 (2000)	3.74%	-14.16%	-1.88%	0.21%	1.96%

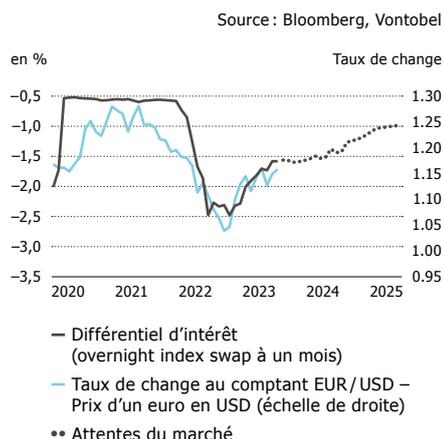
*annualisée **Catégorie II

Où va le dollar ? Le prochain accès de faiblesse est-il prévisible ?

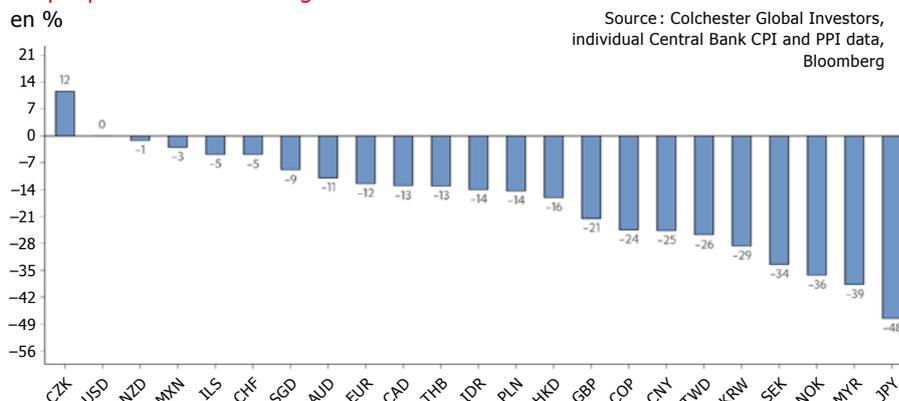
Durant l'été, la monnaie américaine a profité de taux d'intérêt élevés et d'une croissance économique toujours robuste. Toutefois, des facteurs importants s'opposent à une fermeté durable du billet vert : le taux directeur américain devrait bientôt atteindre un pic et les perspectives économiques s'assombrissent. Ces deux facteurs pèseront sur le dollar au cours de l'année à venir.

L'économie américaine a été soutenue par la forte consommation post-pandémique, ce qui a attisé l'inflation et conduit à un durcissement de la politique monétaire. L'important différentiel de taux par rapport à d'autres grandes zones économiques a permis à la monnaie de l'Oncle Sam de se raffermir au cours des deux dernières années (graphique 1). Aujourd'hui, ces effets s'estompent à vue d'œil. De nombreux consommateurs ont épuisé leur épargne et les taux d'intérêt sur les factures impayées annoncés par les sociétés de cartes de crédit se situent à un niveau record depuis dix ans. Les impulsions fournies par la consommation privée devraient donc nettement faiblir. Au bout du compte, la monnaie américaine en pâtira. Par ailleurs, les hausses des taux d'intérêt dans la zone euro pèsent également sur le billet vert. Les banques centrales européennes ayant récemment augmenté leurs

Graphique 2 : Le différentiel d'intérêt USA-zone euro soutient toujours la hausse de l'euro



Graphique 1 : Taux de change réels vs USD – août 2023



taux directeurs plus fortement que la Fed, le dollar est moins soutenu par les écarts de taux qu'en 2022.

Au vu des progrès réalisés dans la maîtrise de l'inflation aux Etats-Unis, nous sommes d'avis que les taux d'intérêt américains atteindront un pic avant ceux de la zone euro. La Fed devrait par conséquent abaisser ses taux plus précocement que la BCE. En dépit de la faiblesse des données conjoncturelles dans la zone euro, les taux d'intérêt ont même été relevés de 25 points de base supplémentaires le 14 septembre 2023. La réduction du différentiel d'intérêt qui en résulte devrait entraîner un raffermissement de l'euro par rapport au dollar (graphique 2).

La Chine déstabilisée

Contrairement à l'époque où les investisseurs devaient « simplement » identifier le pic d'inflation dans leur propre zone monétaire, d'autres facteurs importants pèsent aujourd'hui sur les devises en raison de la mondialisation de l'économie. La situation de la Chine et ses perspectives économiques pour les mois à venir sont particulièrement inquiétantes. Un ralentissement de l'économie chinoise aura également un impact négatif sur les marchés européens et augmentera l'aversion au risque des investisseurs. Si des zones économiques importantes comme les Etats-Unis, la Chine ou l'Europe devaient effectivement entrer en récession l'année prochaine, les

valeurs refuges comme le CHF seraient à nouveau favorisées. Dans un contexte conjoncturel récessif, la sécurité gagne sans cesse en importance, si bien que les différentiels d'intérêt qui subsistent ne jouent plus qu'un rôle secondaire. Nous considérons donc la fermeté actuelle de la monnaie américaine comme temporaire et anticipons un nouvel affaiblissement au début de 2024.



IST Situation conjoncturelle
Edition octobre 2023

IST Investmentstiftung

Manessestrasse 87 | 8045 Zürich

Tel 044 455 37 00 | Fax 044 455 37 01

info@istfunds.ch | istfunds.ch

IST Fondation d'investissement

Avenue Ruchonnet 2 | 1003 Lausanne

Tél 021 311 90 56 | Fax 044 455 37 01

info@istfunds.ch | istfunds.ch

Clause de non-responsabilité

La documentation relative aux groupes de placements de la Fondation d'investissement IST n'a qu'un caractère informatif et ne constitue ni une recommandation d'achat, ni une incitation à souscrire des droits des groupes de placements qui y sont mentionnés. Les principes généraux de placement et les directives de placement édictées pour chaque groupe de placements peuvent être obtenus sur demande auprès de la Fondation d'investissement IST, Manessestrasse 87, 8045 Zurich ou téléchargés sur le site istfunds.ch. Veuillez lire attentivement cette documentation et prendre en considération les aspects liés aux risques. La valeur des placements et les produits sont susceptibles de diminuer. Les performances passées ne fournissent pas nécessairement une indication quant aux performances futures.