

Recul de l'inflation et des taux d'intérêt – affaiblissement du dollar

L'année 2023 a réservé son lot de surprises du point de vue de la conjoncture et de la politique monétaire. Grâce aux importantes dépenses budgétaires et au recul de l'inflation, la récession ne s'est pas matérialisée malgré la hausse substantielle des taux directeurs. L'économie mondiale a connu une évolution plus favorable que prévu. Le recul supérieur aux attentes de l'inflation a également surpris les acteurs du marché.

Après la forte consolidation de l'année précédente, les marchés financiers ont toutefois opéré un impressionnant revirement qui a culminé dans un rallye de fin d'année après que la Banque centrale américaine (Fed) a laissé entrevoir une baisse des taux directeurs en 2024. Une politique monétaire plus accommodante semble nécessaire au vu de la réduction des stimulations budgétaires et des besoins croissants de (re)financement de l'Etat et des consommateurs. Cela ne devrait être possible qu'au prix d'un affaiblissement du dollar.

Les obligations à nouveau recherchées

Anticipant en partie les baisses des taux annoncées par les banques

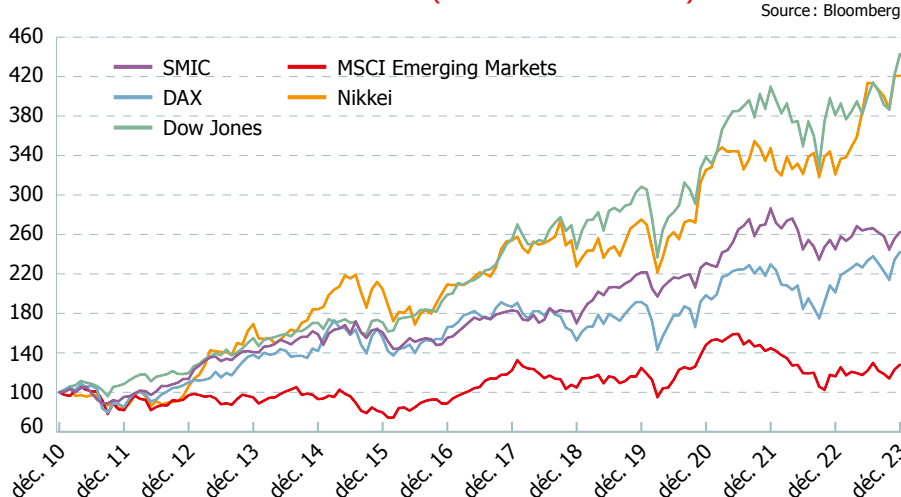
centrales, les marchés obligataires ont nettement progressé au 4^e trimestre 2023 (Bloomberg Global Aggregate Index hedged en CHF: +4,7%). En novembre, les bons du Trésor américain ont même enregistré leur plus fort rallye depuis plus de 30 ans. Les obligations d'entreprises se sont elles aussi bien comportées (Bloomberg Global Aggregate Corporate Index hedged en CHF: +6,2%), profitant de leur durée plus longue ainsi que de la baisse des primes de risque de crédit. Les obligations des pays émergents étaient également recherchées. Tant les emprunts en monnaie locale (+8,1% en USD) que ceux en monnaie forte (+9,1%) se sont appréciés. La faiblesse du dollar a toutefois fait fondre les gains engran-

gés par les investisseurs calculant en CHF. Dans l'ensemble, 2023 a été une bonne année pour les obligations, en particulier pour celles libellées en CHF. En hausse de 7,4% selon l'indice obligataire SBI AAA-BBB, le marché suisse des obligations compte parmi les plus performants du point de vue d'un investisseur en CHF. La diversification dans les obligations en devises étrangères n'a pas été payante.

Les valeurs de croissance à nouveau en vogue

Les Bourses mondiales (MSCI World All Countries en CHF) se sont redressées au 4^e trimestre et affichent une performance annuelle de +11,8%. Les actions des pays émergents ont une fois de plus été à la traîne, avec une plus-value de +0,4% seulement. Ce résultat est principalement dû à la faiblesse de la Chine (-21,1% en CHF) – le poids lourd de l'indice. En hausse de 6,1% (indice SPI), le marché suisse des actions n'a pas vraiment convaincu. Les marchés américains (S&P 500: +13,1% en CHF) ont quant à eux été soutenus par les grandes capitalisations technologiques. Ces dernières ont également stimulé le NASDAQ qui a atteint un record historique avec une hausse de 41,2%. Le message de plus en plus concret de la Fed concernant la baisse des taux d'intérêt a redonné aux investisseurs l'envie d'acheter. En retard depuis un certain temps, les petites capitalisations étaient particulièrement recherchées en fin d'année. Sur l'ensemble de 2023, elles sont toutefois restées nettement en retrait par rapport aux grandes capitalisations (MSCI World Small Caps: 5,9%, MSCI World: 13,3% en CHF). Les valeurs de croissance

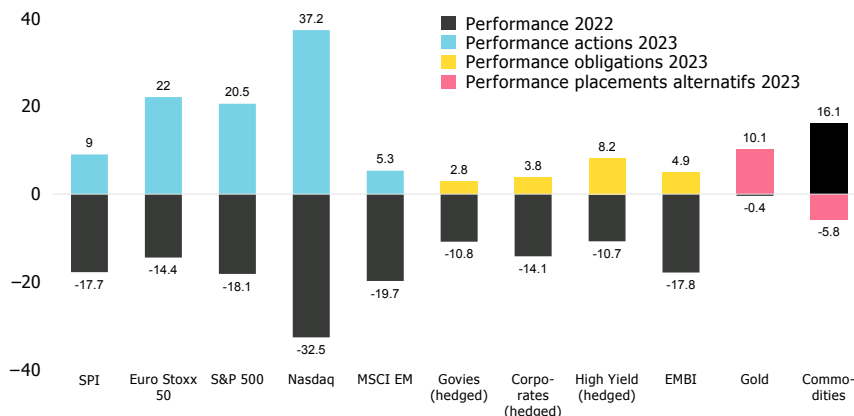
Performance des marchés actions (en monnaies locales)



La performance 2023 vient contrebalancer celle de l'année précédente

Source : LSEG, Vontobel, décembre 2023

Rallye sur les marchés actions, rendements positifs pour les marchés obligataires et le métal jaune, quelques revers sur les matières premières

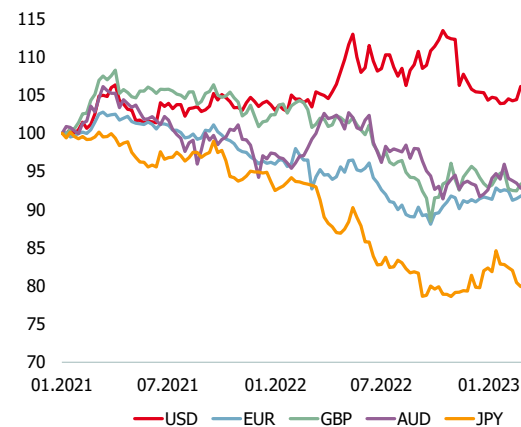


Remarque: Performance TR en USD au 27.11.2023

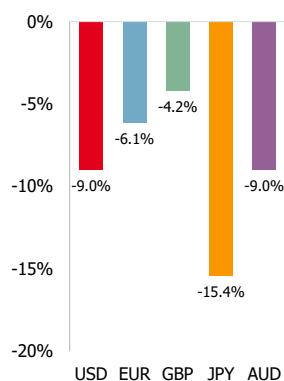
Devises contre CHF

Source : Bloomberg, données au 31.12.2023

Evolution sur les 3 dernières années



YTD vs. CHF



sont, de loin, les grandes gagnantes. Sur les douze derniers mois, les valeurs technologiques ont enregistré une hausse spectaculaire de 39,9%, suivies par les valeurs industrielles (+12,7%). Le secteur de l'énergie ferme le classement avec une performance de -5,8% (secteurs MSCI, chiffres en CHF).

Le yen sous forte pression

Les marchés des devises ont été agités au 4^e trimestre. La perspective d'une baisse des taux directeurs a fait plonger l'USD dès novembre. Le billet vert s'est fortement déprécié par rapport au CHF au cours de la période (-8,1%). Sur l'ensemble de l'année, le JPY fait figure de grand perdant: il s'est nettement affaibli par rapport à toutes les monnaies du G10 et accuse même une moins-value à deux chiffres par rapport au CHF (-15,4%). Le CHF a continué à se raffermir, s'appréciant face à toutes les monnaies du G10. Cette évolution est imputable aux opérations sur devises de la BNS plutôt qu'aux données fondamentales. Bien que la BNS communique peu à ce sujet, le fort recul de son bilan laisse supposer qu'elle accorde actuellement la priorité à la réduction structurelle de son bilan et non à la stabilité du CHF. Parmi les métaux précieux, seul l'or s'est apprécié en 2023 (+2,9% en CHF), toutefois avec des fluctuations de grande ampleur.

Situation macroéconomique en bref

Croissance	2023	2024 (Prévisions)
Suisse	0.8	1.1
USA	2.4	1.3
Zone euro	0.5	0.6
Chine	5.2	4.5

Taux de chômage	2023	2024 (Prévisions)
Suisse	2.0	2.2
USA	3.6	4.2
Zone euro	5.7	6.0
Chine	7.7	7.7

Inflation	2023	2024 (Prévisions)
Suisse	2.2	1.5
USA	4.1	2.6
Zone euro	5.5	2.5
Chine	0.4	1.4

Taux directeurs	2023	2024 (Prévisions)
Suisse	1.00	1.55
USA	5.50	4.30
Zone euro	4.50	3.70

Source : Bloomberg; estimations du consensus au 31.12.2023; données exprimées en %

Une année marquée par des divergences

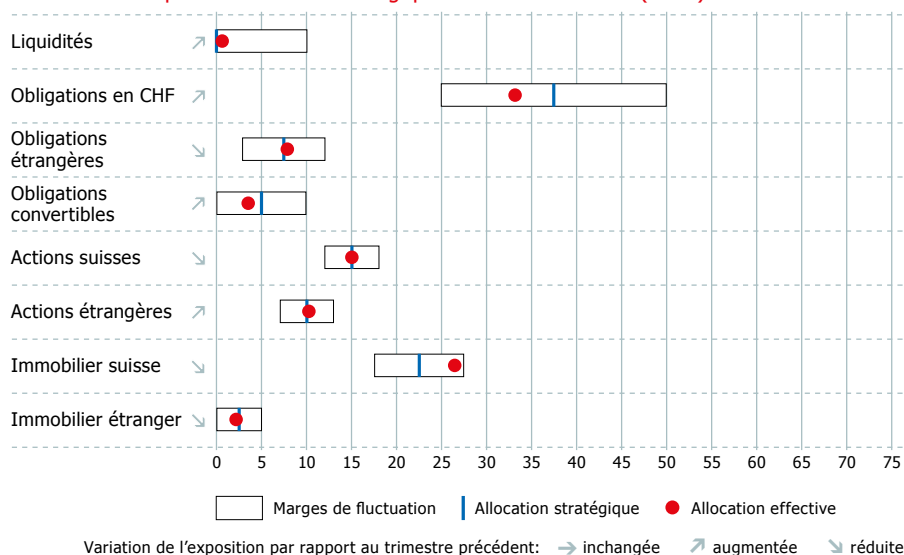
En 2023, les marchés ont connu des mouvements extrêmes qui ont touché toutes les classes d'actifs et en particulier les marchés des taux. Le rendement des obligations de la Confédération à 10 ans est passé de 1,6 % à 0,6 %, son plus bas niveau annuel, et celui des bons du Trésor américain est retombé au niveau du début de l'année après un pic en octobre.

Sur l'ensemble de l'année, notre sous-pondération en **obligations** en CHF au profit des placements immobiliers suisses évalués à la VNI s'est révélée préjudiciable. La diversification dans des obligations étrangères couvertes n'a pas non plus porté ses fruits.

Sur les marchés des **actions**, la volatilité est restée étonnamment faible compte tenu des foyers de crise géopolitique et du resserrement monétaire opéré par les principales banques centrales. Les turbulences du secteur bancaire au printemps n'ont été que de courte durée. Des écarts de performance considérables ont été enregistrés entre les différents pays et secteurs économiques. Cet environnement a affecté nos investissements en actions jusqu'au 3^e trimestre.

L'environnement hétérogène des taux d'intérêt a également pesé sur les **placements immobiliers**. A l'étranger en particulier, la hausse des coûts de refinancement a pesé sur les évaluations. Les placements immobiliers cotés ont à nouveau connu une volatilité supérieure à la moyenne et ne sont

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



revenus en territoire positif que grâce à un 4^e trimestre solide. Le SXI Real Estate Funds TR a progressé de 5,0 % en 2023 et l'indice mondial GPR250 de 0,3 %. Au cours de l'année, nous avons procédé à des achats ponctuels de placements immobiliers cotés. Cela s'est avéré payant, surtout au 4^e trimestre.

Positionnement stratégique pour 2024

Dans la perspective d'un assouplissement de la politique monétaire et donc de taux d'intérêt plus bas, nous avons commencé à allonger la durée l'année dernière. Les emprunts d'Etat et les obligations d'entreprises en devises étrangères sont désormais plus attrayants, notamment en raison de la diminution des coûts de couverture. Les obligations des pays émergents pourraient également revenir sur le devant de la scène. Le potentiel du marché

suisse semble limité compte tenu des rendements comparativement faibles. Les Bourses semblent un peu trop optimistes, surtout à l'égard du secteur technologique. On ne sait pas encore combien de temps durera l'engouement pour l'IA : la valorisation des entreprises concernées est très élevée, même avec des prévisions de croissance et de bénéfices ambitieuses. La nouvelle année pourrait être celle des retardataires. Nous conservons donc notre allocation aux marchés qui ont moins bien performé en 2023 (Suisse, marchés émergents, placements à faible volatilité). A notre avis, les petites capitalisations sont également valorisées de manière attrayante. Notre pondération des actions est globalement neutre. Notre surpondération des placements immobiliers suisses évalués à la VNI n'a pas été payante l'année dernière. Eu égard au rendement du cash flow d'environ 3 % généré par l'immobilier suisse évalué à la VNI alors que le rendement à l'échéance du SBI AAA-BBB Bond Index n'est que de 1,2 %, nous maintenons toutefois ce positionnement. La demande d'immobilier résidentiel suisse restera élevée en raison de la forte immigration nette. De plus, la hausse du taux d'intérêt de référence promet toujours des rendements attractifs.

Aperçu des performances MIXTA OPTIMA à fin décembre 2023

Catégorie I, nette de frais

	YTD	2022	3 ans*	5 ans*	10 ans*
MIXTA OPTIMA 15**	4.32 %	-9.72 %	-0.90 %	1.46 %	2.19 %
MIXTA OPTIMA 25	4.02 %	-9.84 %	0.14 %	2.49 %	3.12 %
MIXTA OPTIMA 35	4.45 %	-11.24 %	0.32 %	2.88 %	3.33 %
Pictet LPP 25 (2000)	6.71 %	-14.16 %	-1.77 %	1.14 %	2.15 %

*annualisée **Catégorie II

Recul de l'inflation – 2024 sera-t-elle l'année des obligations ?

En bref

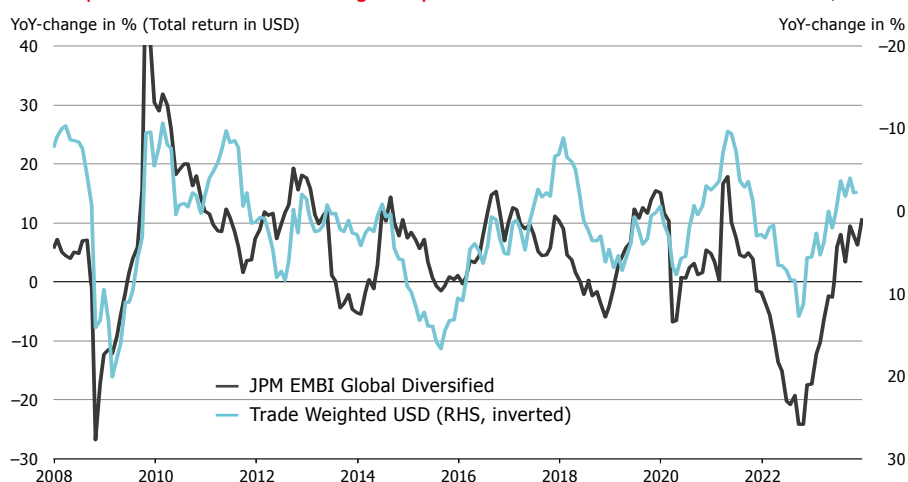
- En octobre 2023, les taux ont atteint leur plus haut annuel et un ralentissement de l'économie mondiale est désormais à l'œuvre. Les pays industrialisés pourraient commencer à assouplir leur politique monétaire à partir de la mi-2024.
- Même si le scénario d'un atterrissage en douceur ne se matérialise pas, seule une récession modérée est attendue. Les marchés du crédit et émergents profiteront de cette situation ainsi que de la baisse des taux américains.
- Le niveau toujours élevé des taux réels aux USA, qui se situent vers 1,7%, n'est pas de nature structurelle, mais cyclique. Des possibilités intéressantes d'entrer sur le marché s'offrent aux investisseurs opérant avec un horizon à moyen terme.
- Dans la zone euro, l'évolution conjoncturelle est à la traîne, mais la dynamique inflationniste y est plus favorable. Le risque de récession plus marqué en Europe est déjà pris en compte dans les valorisations.
- Les marchés du crédit offrent des opportunités intéressantes. Les fondamentaux des entreprises établies notées investment grade sont suffisamment solides pour leur permettre de surmonter une récession sans qu'il en résulte un élargissement significatif des spreads.
- Des opportunités de carry trade sélectives se présentent sur les marchés à haut rendement et émergents. Des chocs négatifs importants seraient nécessaires pour annuler les primes de risque de crédit élevées.

Les Etats-Unis et la Fed

Les décisions en matière de taux de la Fed ont été prises dans le champ de tension entre les intérêts économiques et les défis posés à la politique monétaire. Si les données conjoncturelles s'avèrent plus faibles que prévu, la pression sur la Fed pour qu'elle réduise ses taux augmentera, surtout en cas de déclin de l'inflation. Le niveau élevé des taux pèse sur l'activité des entreprises et le moral des consommateurs. Des baisses jusqu'à 100 pb semblent possibles en 2024.

Les emprunts des marchés émergents profitent d'un dollar faible

Source : LSEG, Vontobel



La zone euro et la BCE

Dans la zone euro, un atterrissage brutal n'est pas à l'ordre du jour, mais les probabilités de récession sont très élevées. L'Allemagne, qui reste la locomotive de l'Europe, ne pourra pas se soustraire à une récession technique. Comme l'espace économique européen réagit avec un léger décalage aux hausses du loyer de l'argent, l'objectif d'inflation de la BCE peut toutefois être atteint plus rapidement. Des baisses de l'ordre de 75 à 100 pb pourraient être rapidement envisagées en 2024.

Le Royaume-Uni et la BoE

La Grande-Bretagne a longtemps été confrontée à une inflation obstinément élevée. Le durcissement de la politique monétaire commence maintenant à déployer ses effets. La dynamique conjoncturelle des entreprises s'affaiblit et les hypothèques de plus en plus coûteuses pour les durées typiques de trois ou cinq ans constituent un fardeau pour les consommateurs. Nous nous attendons à une baisse de 50 à 75 points de base.

Possibilité de générer des rendements élevés dans les pays émergents

Un atterrissage en douceur de l'économie mondiale serait favorable aux obligations des marchés émergents. Les rendements des obligations d'entreprises et des emprunts d'Etat libellés en devises fortes baisseraient parallèlement aux taux d'intérêt des bons du Trésor américain et les spreads pourraient se réduire légèrement. Le ralentissement conjoncturel attendu dans les pays industrialisés

et les politiques monétaires restrictives poursuivies devraient continuer d'impacter de nombreux grands pays émergents en 2024, mais de manière très différenciée. Plusieurs banques centrales ont déjà commencé à assouplir leur politique et poursuivront sur cette voie jusqu'à la mi-2024. Les conditions de financement des entreprises sur les marchés obligataires nationaux s'en trouveront améliorées, ce qui aura un effet positif sur la valorisation des obligations en monnaie locale.



IST Situation conjoncturelle
Edition janvier 2024

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.