

Rétrospective 2023

Comme d'habitude...

Comme tant d'autres avant elle, l'année 2023 aura été marquée par des fluctuations nombreuses et des changements importants sur les marchés financiers mondiaux.

Plusieurs facteurs clés ont influencé ces mouvements :

- En tout premier lieu, **les préoccupations attribuées à l'inflation** et aux hausses induites de taux d'intérêts mises en place jusqu'à cet été par les différentes grandes banques centrales.
- En parallèle au premier point ci-dessus, **les défis liés au maintien d'une (faible) croissance économique** ; défis d'autant plus importants en Chine mais aussi en Allemagne, deux partenaires importants de notre économie helvétique.
- **Les avancées technologiques** et tout ce qui touche de près ou de loin à l'intelligence artificielle, à la cybersécurité ou encore à la transition écologique ; mais aussi et surtout les changements qu'impliquent ces innovations dans le comportement des consommateurs.
- **Les événements géopolitiques** inévitablement, avec notamment l'enlèvement du conflit en Ukraine et la nouvelle aggravation de la situation au Proche-Orient. A ces guerres et leur lot quotidien d'horreurs s'ajoutent encore et toujours, même si par intermittence :
 - Les tensions répétitives en Asie (USA-Chine, Taiwan-Chine ou encore Japon-Chine ; mais aussi le différend récurrent entre les deux Corées).
 - La crise en mer Rouge.
 - Les « dérapages » dans le cadre de la campagne électorale en vue des élections présidentielles américaines (Trumpisme).
 - Les (re)montées idéologiques d'extrême droite en Europe (Pays-Bas) et la victoire de candidats de la rupture ailleurs (Argentine).
 - La violence et les incivilités figurant parmi les outils préférés de protestation antisystème et conduisant à une dégradation du dialogue social et politique ; chez nos voisins français particulièrement, mais gentiment et sûrement en Suisse également.

Dans ce cadre socio-politico-économique pour le moins mouvementé, les principaux indices boursiers ont joué les yoyos (comme d'habitude...) et ont affiché des parcours et des performances très contrastées tout au long de ce millésime boursier 2023.

Attendus au contour après les bouleversements de 2022, les marchés financiers ont néanmoins su faire preuve de résilience et ont finalement montré sur l'ensemble de 2023 un côté bien plus séduisant et rassurant que l'année précédente. Un effet de rattrapage en quelque sorte.

L'année pas à pas...

La première moitié de l'année a été marquée par une croissance régulière et des sentiments haussiers ; un « départ en fanfare » (nonobstant la crise du secteur bancaire du mois de mars) qui a tiré les grands indices boursiers vers le haut jusqu'en mai.

Puis les marchés se sont essouffés durant un été mortifiant. Cette phase de consolidation voire de correction a duré jusqu'à fin septembre, négativement amplifiée en octobre par la guerre entre Israël et le Hamas qui éclate subitement, en pleine période de publication de résultats trimestriels tant attendus.

La torpeur automnale dans laquelle s'était alors installés les marchés ne semblait plus vouloir s'arrêter, jusqu'au moment où les banques centrales (fin octobre pour la BCE et début novembre pour la Fed) confirment la pause démarrée durant l'été dans le cycle de hausse des taux d'intérêt.

Ce nouveau discours des grands argentiers occidentaux, corroboré par de bonnes statistiques en matière de hausse des prix, conduit immédiatement à un relâchement des taux longs et à une baisse sensible des rendements obligataires, confortant ainsi par la même occasion la dynamique de reprise des cours des actions durant toute la seconde moitié de l'automne.

Depuis novembre, les marchés ont donc entamé un (tant attendu) rallye de fin d'année ; les hausses ayant même pris de la vitesse en décembre au fur et à mesure de la diminution du stress en regard de l'inflation et des taux d'intérêt.

Evolution du SMI et du SMIM en 2023



Un résultat final disparate...

Dans ce contexte, la plupart des marchés d'actions ont donc terminé sur une note positive, avec toutefois des différences significatives entre les pays, les régions et surtout au sein des divers secteurs d'activités.

Malgré une volatilité intermittente, le secteur de la technologie est resté un puissant moteur de croissance du marché, en particulier dans des domaines tels que l'intelligence artificielle, les services de communication, l'informatique dématérialisée (Cloud Computing), la cybersécurité et la mobilité électrique.

Les valeurs énergétiques ont connu des performances mitigées, influencées par les fluctuations des prix du pétrole et les tensions géopolitiques mondiales.

Les valeurs défensives liées aux secteurs de la santé et de la consommation de base ont par contre suscité peu d'intérêt.

C'est la raison du « surplace » de notre indice phare le Swiss Market Index (SMI), lesté par Nestlé et surtout Roche (qui « pèsent » plus d'un tiers du SMI à elles deux) et qui marque ainsi clairement le pas par rapport aux autres marchés boursiers plus cycliques, le Nasdaq aux USA et les bourses européennes dans leur ensemble (voir le tableau ci-après).

Performances des principaux indices financiers en 2023 (en CHF)

Suisse	SMI	3,8%
	SMIM	4,0%
Europe	EURO STOXX 50	12,9%
USA	Dow Jones	3,5%
	NASDAQ	31,9%
	S&P 500	13,1%
Japon	NIKKEI	9,5%
Chine	CSI 300	-20,9%
Immobilier suisse	SXI Real Estate	3,2%
Obligation en CHF	Swiss Bond Index	7,4%

En Suisse, la très forte performance de l'action UBS et le retour en grâce de certaines valeurs cycliques de la bourse suisse (ABB, Geberit, Givaudan, Holcim, Kuehne+Nagel, Logitech, Sika, etc.), n'ont donc pas pu compenser la faiblesse des poids lourds Roche et Nestlé et la dégringolade « très particulière » (et momentanée ?) de Lonza (voir le tableau ci-dessous).

Performances des actions suisses du SMI en 2023

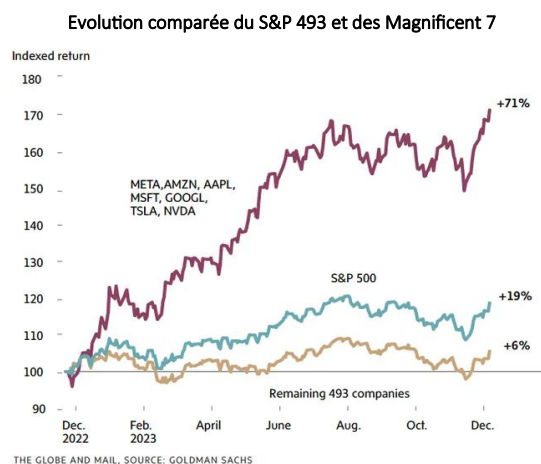
ABB	32,9%
Alcon	3,9%
Cie Financière Rlichemont	-3,5%
Geberit	23,8%
Givaudan	23,0%
Holcim	37,9%
Kuehne+Nagel Int	34,7%
Logitech	39,8%
Lonza Group	-21,9%
Nestlé	-9,0%
Novartis	7,1%
Partners Group	48,5%
Roche	-15,8%
Sika	23,5%
Sonova	25,1%
Swiss Life Holding	22,5%
Swiss Re	9,3%
Swisscom	-0,1%
UBS Group	51,7%
Zurich Insurance Group	-0,6%

En Europe, les records boursiers de l'hiver 2021/22 ont été battus cette année, autant à Paris qu'à Francfort et davantage encore sur les marchés « périphériques » du sud comme l'Espagne (+23% en monnaie locale), l'Italie (+28%) ou encore la Grèce (+39%)

Les meilleures performances observées sur les marchés européens ont été le fait d'entreprises cycliques, dans l'automobile, les semi-conducteurs, l'industrie et plusieurs valeurs financières.

Les perdants sont, comme en Suisse, certaines valeurs défensives mais surtout les titres d'entreprises qui ont rencontré d'importantes difficultés financières cette année ou qui ont perdu toute crédibilité aux yeux des marchés financiers (Orpéa, Alstom, Worldline en France ou encore Zalando, Siemens Energy en Allemagne).

Aux Etats-Unis, la vigueur boursière a essentiellement été le fruit de l'évolution des « Magnificent Seven », une appellation qui regroupe les sept plus grandes capitalisations de la technologie américaine (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia et Tesla) et qui concentre plus de 30% de la valeur boursière de l'indice S&P 500 des plus grandes entreprises des USA. Sans elles le dit indice boursier « corrigé » (S&P 493) reste pratiquement à plat (voir le graphique ci-après).



Perspectives 2024

Inflation et taux d'intérêt

- L'inflation est en fort recul dans les pays développés et le mouvement devrait se poursuivre en 2024, à un rythme probablement plus lent.
- Le sommet des taux directeurs est atteint.
- Les banques centrales restent vigilantes et ne crient pas pour autant victoire.

Comme nous l'avons évoqué, les inquiétudes persistantes concernant les pressions inflationnistes ont eu un impact sur le sentiment des investisseurs, entraînant une volatilité accrue des marchés à différents moments de l'année, surtout au début de celle-ci.

Pour lutter contre cette inflation encore importante au printemps dernier, les banques centrales des Etats-Unis, d'Europe et de Suisse ont donc dû continuellement resserrer leur politique monétaire.

Ces hausses de taux d'intérêt ont finalement réussi à faire baisser la pression sur les prix.

Un effet de base favorable, surtout en ce qui concerne les coûts de l'énergie, a contribué lui aussi à une nette réduction des chiffres de l'inflation.

Ce recul de l'inflation, (malheureusement toujours au-dessus de l'objectif de 2% des banques centrales dans de nombreux pays) devrait permettre aux banques centrales de prolonger la pause initiée cet été dans le cadre du resserrement monétaire enclenché depuis 2022.

Il faut cependant se garder de toute euphorie liée à une trop forte baisse des taux d'intérêt l'année prochaine.

Certes, selon nous, La Banque nationale suisse, la Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne sont, selon toute apparence, au top des taux d'intérêt.

Il est possible cependant qu'elles se montrent plus prudentes pour ne pas dire réticentes à baisser prématurément les taux d'intérêt, compte tenu de l'expérience des années 1970, lorsque l'inflation avait à nouveau augmenté ; ce qui pourrait bien se révéler être le cas lorsqu'on observe la fièvre consumériste de ces derniers temps ou encore la manipulation des prix de certaines matières premières.

Conjoncture

- **La croissance mondiale poursuit son tassement mais il n'est toujours pas question de récession profonde.**
- **Le scénario de l'atterrissage en douceur demeure dominant et le point bas conjoncturel pourrait être atteint au cours du premier semestre 2024.**

Une économie américaine résiliente

L'économie américaine a fait preuve d'une résistance surprenante face à une inflation inhabituellement élevée, à une forte hausse des taux d'intérêt et à tant de vents contraires au niveau de la politique intérieure et de la géopolitique internationale. Il semblerait, dans ce contexte, que les réserves d'épargne accumulées durant la pandémie ne soient pas encore complètement taries soutenant ainsi une forte consommation des ménages, le pilier central de la croissance outre-Atlantique.

Une croissance économique allemande en berne

Les derniers indicateurs économiques avancés confirment le tassement de la croissance de manière générale en zone euro. L'Allemagne est même entrée en récession en raison de l'inflation et de la baisse du pouvoir d'achat.

Des taux d'intérêt en hausse et, par conséquent, des coûts de financement plus élevés pèsent lourdement sur l'économie allemande, en particulier sur le secteur immobilier.

En tant que plus grande économie européenne, cela a évidemment un impact négatif sur l'ensemble de la zone euro mais aussi sur la Suisse en tant que partenaire commercial important.

Les indicateurs économiques avancés continuent d'indiquer que les impulsions de croissance sont faibles et ne devraient s'améliorer que légèrement en 2024.

Une société (et donc une économie) chinoise embourbée

Un taux de chômage record chez les jeunes, l'effondrement d'un marché immobilier en surchauffe, un vieillissement rapide et un redémarrage décevant après la pandémie ont clairement déçu les espoirs d'une reprise économique chinoise tant espérée et ont également freiné la croissance mondiale.

Des mesures substantielles de stabilisation et de stimulation sont attendues du gouvernement et de la banque centrale pour 2024. Une reprise en Chine et le retour des achats chinois soutiendraient les actions suisses et européennes du secteur du luxe, de l'horlogerie mais également de la chimie et de la santé.

Une Suisse dépendante

Avec la Chine et l'Allemagne, deux des plus grands partenaires commerciaux de la Suisse s'affaiblissent. Il manque donc des impulsions importantes de l'économie extérieure.

Les indicateurs avancés de l'industrie et des services indiquent que le ralentissement se poursuit. La situation n'est toujours pas satisfaisante, surtout en ce qui concerne les carnets de commandes.

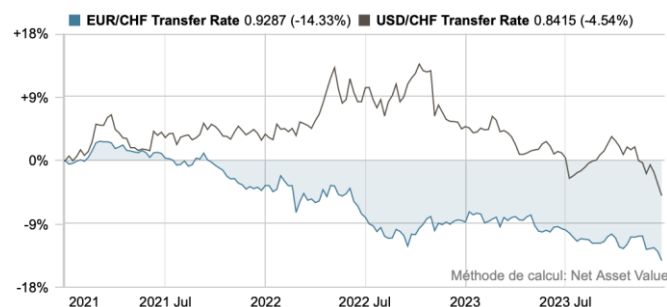
Heureusement, tout comme aux USA, la consommation privée helvétique reste un atout important de notre économie, grâce notamment à l'évolution réjouissante du marché du travail. Toutefois, la forte augmentation des primes d'assurance maladie et une nouvelle hausse des loyers mais encore de la TVA pèsent sur le pouvoir d'achat et les perspectives.

Une légère accélération de la croissance se dessine toutefois pour 2024 en Suisse également.

Le franc suisse fort

Le franc suisse demeure la monnaie de crise par excellence et ce même lorsque l'élément de crise est lié à notre propre économie (la chute et la reprise de Crédit Suisse ; qui aurait pu conduire à une défiance envers notre monnaie).

Taux de change EUR/CHF et USD/CHF depuis 2021



Alors que le franc est recherché dans le contexte des incertitudes économiques et géopolitiques, l'euro s'affaiblit en raison des conditions-cadres exigeantes dans la zone euro.

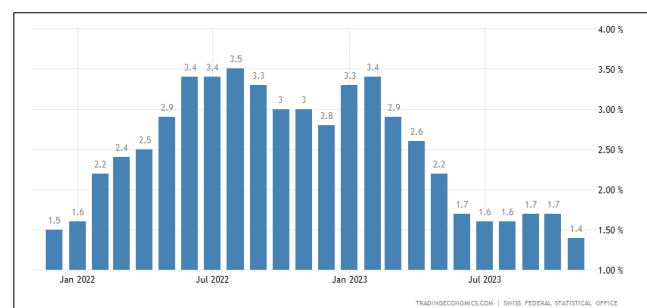
Le dollar s'effrite lui aussi, jugé surévalué par rapport à ses fondamentaux.

Une reprise conjoncturelle en Europe pourrait toutefois renforcer l'euro par rapport au franc au cours de l'année prochaine, mais ne pourrait guère le faire (re)passer au-dessus de la parité.

Si l'hégémonie du billet vert paraît plus contestée en ce moment, le poids du dollar dans les échanges et dans les portefeuilles internationaux demeure considérable et devrait représenter un gage de réappréciation à terme.

Nonobstant ce qui précède, le franc suisse devrait donc rester fort aussi parce que la BNS donne l'impression de le laisser s'apprécier, en calquant (comme souvent...) sa politique monétaire sur celles de nos voisins et en conservant des taux élevés malgré une inflation au-dessous de l'objectif de 2% depuis plus de six mois maintenant (voir le graphique ci-dessous).

L'inflation en Suisse depuis 2021



Les actions

La perspective de ne pas voir les taux d'intérêt continuer à grimper a déjà eu un impact positif sur le marché des actions en cette fin d'année 2023 et cela pourrait se poursuivre sur les premiers mois de 2024.

Les valorisations restent certes assez élevées en comparaison historique (principalement celles des grandes valeurs de la technologie américaine) mais cachent des divergences sectorielles importantes.

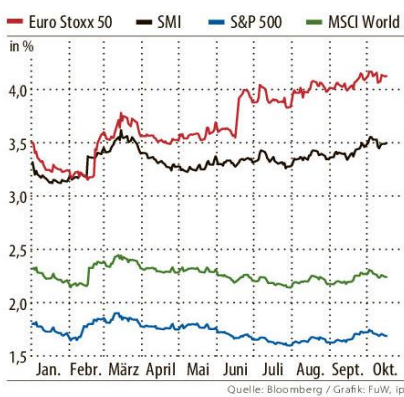
Il devient dès lors intéressant de chercher à équilibrer les portefeuilles en incorporant des valeurs plus accessibles en termes de valorisation, ou s'intéresser à quelques entreprises de moyennes capitalisations qui présentent des décotes importantes par rapport à leurs consœurs de plus grande taille.

Les prévisions de bénéfices pour le marché suisse des actions sont un peu meilleures que pour d'autres marchés, mais elles ne sont pas non plus particulièrement élevées. La plupart des analystes ne s'attendent pas encore à une forte croissance des bénéfices des entreprises au premier trimestre. Mais par la suite, une amélioration de la conjoncture soutiendrait les gains des entreprises. Ce serait un signal pour les actions cycliques.

Le rendement moyen des dividendes sur le marché suisse des actions est estimé à un peu plus de 3% pour cette année prochaine. Les actions suisses du SMI rapportent donc en moyenne moins que celles de l'indice européen Euro Stoxx 50, mais plus que celle du S&P 500 américain (voir le graphique ci-dessous).

Les dividendes des actions suisses restent donc attractifs, d'autant plus que les distributions ne sont pas menacées.

Estimation des rendements des dividendes pour 2024

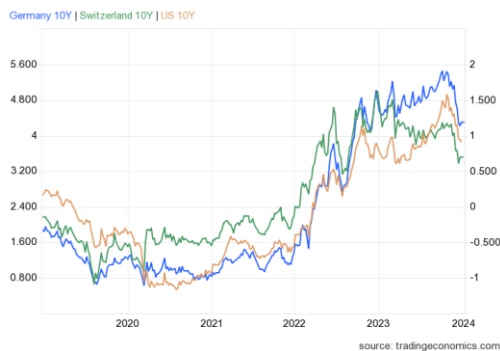


Pour l'heure, nous maintenons notre biais de qualité pour nous focaliser sur des entreprises disposant de positions fortes, de solides modèles d'affaires, de bons bilans (endettement !) et des marges stables ; plutôt dans les grandes et moyennes capitalisations tout en respectant une allocation sectorielle mélangeant « old et new economy ». Notre biais domestique est également maintenu.

Les obligations

C'est peut-être un des faits marquants de cette année boursière. Les placements à revenu fixe retrouvent clairement leur place dans les portefeuilles et sont enfin de plus en plus considérés comme une alternative attrayante. Après la forte hausse des taux d'intérêt déclenchée en 2022, il y a là sans conteste des opportunités intéressantes d'investir dans ce marché.

Rendements des obligations d'Etat à 10 ans depuis 2019



La stratégie qui visait à se concentrer sur des échéances plutôt courtes, tant dans le crédit (en faisant particulièrement attention aux bilans des sociétés) que dans le souverain de qualité s'est montrée encore une fois appropriée en 2023.

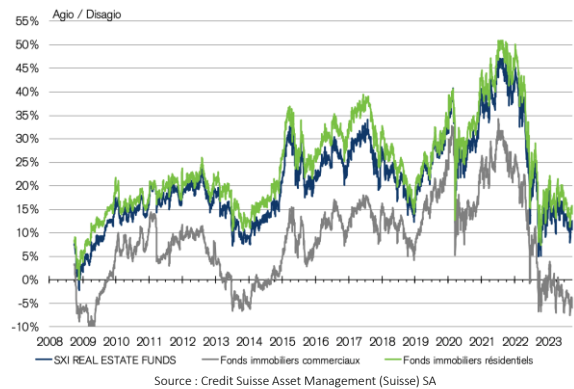
L'introduction progressive de positions avec des échéances un peu plus lointaines commence également à porter ses fruits. Le segment obligataire de tout portefeuille diversifié présente donc aujourd'hui (avec les niveaux de taux actuels) une réserve de performance appréciable à court terme.

Dans ce contexte, nous favorisons les emprunts en CHF, EUR et USD. Nous conseillons de se concentrer sur la solvabilité des émetteurs et ne sélectionnons que des obligations de qualité en évitant les obligations à haut rendement plus risquées.

L'immobilier coté

La hausse des taux d'intérêt a fortement pénalisé l'immobilier coté helvétique. Mais aujourd'hui, après les importantes corrections de cours enregistrés en 2022 et au début 2023, les opportunités apparaissent à nouveau en raison de la forte contraction des agios/primés (environ 10 % aujourd'hui contre 45 % au début de 2022), et les valorisations actuelles tiennent désormais largement compte de la nouvelle donne sur les taux.

Agios et disagios des fonds immobiliers suisses



Notre positionnement

Dans une année de transition comme 2023, nous avons opté pour une approche patiente (pas de sur/sous-exposition majeure par rapport à notre allocation stratégique) et équilibrée (exposition « raisonnable » aux trois classes d'actifs de base : actions, obligations et immobilier domestique).

Aujourd'hui nous devenons plus « constructifs » et plus confiants en regard des signes plutôt encourageants du côté des niveaux d'inflation et de croissance publiés récemment.

Davantage de clarté sur le cycle économique et la politique monétaire nous permettent ainsi d'augmenter notre allocation en actions dont les valorisations nous semblent raisonnables (à l'exception de certaines valeurs technologiques) et les dividendes relativement attractifs.

Nous maintenons notre approche très sélective et restons intransigeants sur la qualité des titres de notre Univers d'actions.

Nous conservons notre biais domestique fort en privilégiant une part très importante de CHF dans toutes nos stratégies d'investissement.

Enfin, nous suivons évidemment de près les événements géopolitiques préoccupants du moment ou ceux en devenir ; même si le passé a souvent montré que l'impact de tels événements sur les marchés financiers mondiaux sont de courte durée.

Avec nos meilleures salutations.

Adequaris Finance

Pascal Reynaud, 3 janvier 2024