

## Semestri horribilis

Le premier semestre de ce millésime boursier 2022, et plus spécifiquement les quatre derniers mois, a mis les nerfs des investisseurs particulièrement à vif. Toutes les classes d'actifs ont bu la tasse et aucune n'a ainsi pu échapper à de très fortes corrections de l'ordre de -10% à -25%. Du jamais vu depuis longtemps !

L'indice SMI (Swiss Market Index) des vingt plus grandes capitalisations du marché d'actions suisses affiche ainsi la plus mauvaise performance semestrielle depuis de nombreuses années avec une évolution négative de -16.6%.

Le segment des valeurs secondaires du marché helvétique (SMIM) affiche même une contre-performance de -24.7% sur ces six premiers mois de l'année.

### Performances des actions suisses du SMI en 2022

<b>SMI</b>	<b>-16,6%</b>
ABB	-27,0%
Alcon	-4,5%
Cie Financière Richemont	-25,8%
CS Group	-38,9%
Geberit	-38,4%
Givaudan	-29,9%
Holcim	-12,2%
Logitech	-35,1%
Lonza Group	-33,2%
Nestlé	-12,6%
Novartis	0,8%
Partners Group	-43,1%
Roche	-16,0%
SGS	-28,3%
Sika	-42,1%
Swiss Life Holding	-16,8%
Swiss Re	-18,0%
Swisscom	2,5%
UBS Group	-6,3%
Zurich Insurance Group	3,7%

La diversification sur les places boursières étrangères n'a été d'aucun secours avec des marchés européens et américains eux aussi en très forte baisse de -23% pour l'EURO STOXX 50, de (seulement) -10.5% pour le Dow Jones mais de -24.7% !!! pour le compartiment technologique du NASDAQ américain.

### Performances des principaux indices d'actions en 2022 (en CHF)

Suisse	SMI	-16,6%
	SMIM	-24,7%
Europe	EURO STOXX 50	-23,0%
Allemagne	DAX	-22,9%
France	CAC 40	-20,5%
USA	Dow Jones	-10,5%
	NASDAQ	-24,7%
Japon	NIKKEI	-19,4%
Chine	CSI 300	-9,7%

Toutes les catégories de placements dites « classiques » (actions, obligations, immobilier coté) présentent ainsi une homogénéité et une « solidarité » assez exceptionnelle dans l'effondrement de leur valorisation respective.

Dans ce cadre, même les obligations sont en rupture totale avec l'évolution positive qui les caractérisait depuis des années, voire depuis des décennies.

La hausse brutale et fulgurante des taux d'intérêt dans toutes les principales monnaies d'investissement a conduit à des dévalorisations très fortes du cours des marchés obligataires ; de l'ordre de -10.2% pour le Swiss Bond Index (AAA-BBB), notre référence en la matière pour les obligations en CHF.

## Un nouveau paradigme financier

Ce début d'année marque il est vrai un tournant majeur en regard du contexte économique et financier qui a prévalu depuis la crise financière mondiale de 2007-2008 ; un contexte caractérisé depuis 15 ans avant tout par une expansion monétaire massive, des taux d'intérêt très bas (voire négatifs) et des politiques budgétaires très accommodantes (voir nos publications précédentes).

C'est ce changement total de paradigme financier (restrictions monétaires, hausse des taux d'intérêt et absence de stimuli budgétaires) qui conduit à la situation boursière que nous subissons ce moment.

L'origine d'un tel bouleversement économique et le désastre financier qui lui est lié peuvent être expliqués par les principaux facteurs suivants :

- L'éclatement de la guerre en Ukraine ;
- une inflation qui n'est plus « transitoire » (comme aimait à le marteler la plupart des banquiers centraux il y a quelques mois encore...) mais qui semble bien plus élevée qu'anticipée initialement et bien installée pour durer ;
- une détérioration des données économiques répondant au tassement de l'activité produite par la hausse des prix et le resserrement des politiques monétaires.

**Le conflit en Ukraine** semble bien parti pour durer, provoquant une redéfinition géopolitique majeure mais également une réallocation des ressources à travers le monde (rapatriement et relocalisation d'activités économiques, redéfinition des politiques énergétiques, etc.).

Aujourd'hui l'évolution à court terme du conflit n'influence pas ou plus les marchés financiers comme elle a pu le faire en mars dernier.

Cependant, il faut bien le constater, le déclenchement des hostilités par la Russie à fin février dernier a particulièrement « bousculé » le paysage économique mondial et le contexte financier global.

Une des conséquences les plus importantes de ce nouveau « bouleversement » a été sans conteste une inflation galopante et jamais vue depuis des décennies ; une inflation inquiétante portée notamment par la hausse des prix de l'énergie résultant du déclenchement des hostilités en Ukraine et des sanctions occidentales contre la Russie.

Au niveau de **l'inflation** justement, le rebond des prix de nombreuses matières premières (énergie en tête) et certains premiers effets sur les salaires portent la hausse des prix à des niveaux embarrassants pour ne pas dire inquiétants pour la plupart des banques centrales (8.6% en rythme annuel aux USA, soit le taux d'inflation le plus fort depuis plus de 40 ans ; 8.1% en Europe et 3.4% en Suisse).

Taux d'inflation USA  
1997-2022



En réaction à cette flambée des prix, les banques centrales ont été dans l'obligation de réagir beaucoup plus vite et plus vigoureusement qu'elle ne l'avait anticipé il y a quelques semaines encore.

Par une hausse des taux directeurs, ces mêmes banques centrales (y compris notre Banque Nationale Suisse) tentent de freiner la demande et en fin de compte de réduire l'inflation. Et ce, même si tout le monde s'accorde à dire que l'inflation actuelle est davantage le résultat d'un choc d'offre plutôt qu'une exubérance de demande.

Qui plus est, beaucoup de facteurs à l'origine de cette « nouvelle » inflation échappent au contrôle des banques centrales (énergie, matières premières industrielles et agricoles, problèmes d'approvisionnement liés à la guerre en Ukraine ou aux goulets d'étranglement provoqués notamment par la fermeture ou le confinement d'une grande partie de l'économie chinoise).

Ce mouvement de resserrement des politiques monétaires (hausse des taux), tentant de lutter contre l'inflation, augmente clairement le risque d'étouffer une reprise économique mondiale qui se remettait à peine de deux années de pandémie.

Le corolaire à cette charge ferme et déterminée menée par les banques centrales contre l'inflation se traduit ainsi inévitablement par **une détérioration des données économiques**.

Cette contraction de la conjoncture se matérialise de semaine en semaine, confirmant le tassement produit par la hausse des prix et implicitement par celle des taux d'intérêt.

Aux Etats-Unis, les indicateurs de l'activité manufacturière, comme l'indice des services, montrent des signes de ralentissement. En Europe également l'affaiblissement de la demande (« choquée » par cette augmentation brutale du coût de

la vie) entraîne les premières contractions de l'activité commerciale et économique.

**Produit Intérieur Brut (PIB) USA  
1997-2022**



Au final, même si l'emploi reste relativement résilient pour le moment, force est de constater que la publication d'indicateurs économiques en constante détérioration augmente le risque de récession, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.

Ce sont ces craintes d'une récession à venir qui ont fait plonger dernièrement en juin les actions des secteurs les plus sensibles à la conjoncture comme les valeurs énergétiques ou celles liées aux matériaux.

A l'inverse, les secteurs plus défensifs comme la consommation de base ou la santé redeviennent attractifs dans un contexte de baisse du cycle conjoncturel.

### Considération « stratégique »

Dans un tel scénario de tension sur de très nombreux paramètres politiques mais surtout économiques et financiers, la prévision devient très difficile et très délicate.

Depuis mi-juin, les marchés semblent cependant être entrés dans une phase de consolidation, de digestion de ce flux continu de mauvaises nouvelles ; une phase marquée néanmoins par une volatilité et une nervosité toujours très importantes.

Nous n'entrevoions pas de désescalade prochaine dans **le conflit ukrainien**.

Les risques concernant les problèmes d'approvisionnement en matières premières, plus spécifiquement dans les segments de l'énergie, demeurent donc élevés.

Nous sommes cependant convaincus que si rien n'évolue (dans un sens ou dans l'autre...) militairement ou géopolitiquement dans ce conflit, les marchés ne devraient pas ou plus trop « en faire cas ».

Au niveau de **l'inflation**, la récente consolidation du prix de nombreuses matières premières (agriculture, énergie, métaux industriels, etc.) est un signe encourageant. L'offre s'ajuste progressivement à un ralentissement d'une demande échaudée par la hausse des taux d'intérêt et les risques de récession. L'inflation pourrait donc selon nous avoir atteint un pic, en tous les cas outre-Atlantique. A confirmer...

La question finale demeure celle du rythme et de l'ampleur de **décélération de l'économie mondiale** : au mieux un atterrissage en douceur, au pire une récession profonde et durable.

Une « bonne nouvelle » pour les marchés d'actions et d'obligations pourrait venir d'une multiplication d'indicateurs économiques plus mauvais.

Cette détérioration du cycle conjoncturel augmenterait la probabilité d'une récession tant aux USA qu'en Europe mais pourrait en même temps inciter les banques centrales à freiner le rythme et l'ampleur de leur resserrement monétaire et donner quelques bouffées d'air aux marchés boursiers.

C'est tout le paradoxe dans lequel se trouve la finance mondiale aujourd'hui !

### Perspectives « tactiques »

Les reculs massifs de cours boursiers des derniers mois ont causé nous l'avons vu des dégâts importants, tant dans les marchés obligataires qu'au niveau des actions. Les rebonds (peu nombreux) sont essentiellement la réponse à l'atteinte de niveaux de « survente » ou de détente (temporaire) sur le front des taux (comme à la fin des mois de mai et juin).

Le resserrement monétaire et la montée des risques géopolitiques ont conduit à la réduction des multiples de valorisation (ce qui est largement opéré); c'est une raison qui nous incite à ne rien vendre sur ces (bas) niveaux d'évaluation.

Nous maintiendrons cependant une approche neutre dans notre allocation aux actions, aussi longtemps que les banques centrales s'activent contre l'inflation, que les conditions financières restent tendues et/ou qu'aucun signe de détente n'est perceptible au niveau du conflit ukrainien.

Comme indiqué plus haut, la correction majeure dans les marchés obligataires présente à nouveau des opportunités tangibles (essentiellement dans les obligations à court terme en USD en gérant prudemment le risque de crédit), en gardant à l'esprit que les obligations convergent mécaniquement vers le pair tôt ou tard.

Durant cette phase de transition vers une configuration économique et financière profondément modifiée, nous recommandons de conserver une approche toujours défensive, tout en restant raisonnablement exposés (plutôt dans la partie médiane des fourchettes d'allocation) aux actifs risqués (actions et immobilier coté), avec un accent toujours fort sur la qualité.

Nous ne pensons cependant pas que le « semestri horribilis » puisse se transformer en « annus horribilis » et restons confiants dans un « retour au calme » après tant d'avis de tempête sur l'économie et la finance mondiales.

**Il convient dès lors selon nous de devenir modérément constructif et de voir dans ces marchés baissiers (lors de violentes exagérations) des opportunités d'achats qui permettront une exposition intéressante sur les marchés financiers lors de la mise en place du prochain cycle économique de croissance.**

Nous réitérons plus que jamais notre philosophie d'investissement qui a toujours fait la part belle aux actions de sociétés défensives avec une forte visibilité sur les revenus et sur les bénéfices et/ou avec dividendes confortables ; le tout en privilégiant une exposition importante au franc suisse.

### **Au risque de nous répéter...**

L'évolution des marchés financiers et boursiers au cours des prochains mois dépendra inévitablement et toujours de l'équilibre devenu précaire entre :

- L'inflation et donc le niveau des taux d'intérêt...
- La croissance économique et donc le niveau des bénéfices (et des marges) des entreprises...

Pour se prémunir au mieux des éventuels risques de dérapage sur les deux facteurs ci-dessus (inflation et croissance), il convient dans ce contexte de miser sur :

- ...des secteurs d'activités capables de répercuter la hausse des prix des matières premières (et des salaires) sur les consommateurs.

C'est notamment le cas de l'industrie du luxe, du secteur pharmaceutique et celui de l'alimentation ou évidemment des valeurs pétrolières ;

- ...des entreprises qui affichent une croissance de qualité et sont capables de créer durablement de la valeur ; c'est-à-dire d'assurer, sur la durée, un retour sur leurs investissements (ROIC) supérieur au coût moyen de leur capital (WACC).

Ces sociétés, des leaders dans leur domaine, sont à même de surperformer le marché sur le long terme, car finalement c'est toujours la qualité qui compte et qui paie.

- ...des sociétés de première qualité à croissance bénéficiaire visible, au bilan solide et au modèle d'affaires concurrentiel.

Les grandes valeurs technologiques américaines par exemple, GAFAM en tête ;

- ...des actions offrant des évaluations et des valorisations « acceptables » et des dividendes élevés et stables. On pense ici notamment aux secteurs des assurances et à celui des télécoms.

Notre conseiller se tient à votre disposition pour vous aider dans la mise en place de l'allocation la plus adaptée à vos besoins et aux défis importants du moment et vous présenter une sélection de valeurs de qualité issue de notre Univers d'actions suisses et internationales.

Avec nos meilleures salutations.

**Adequaris Finance**

Pascal Reynaud, 11 juillet 2022