

## Un premier semestre rassurant

Les marchés financiers ont entamé 2023 avec prudence mais ont néanmoins montré un côté bien plus séduisant (et de ce fait plus rassurant...) que l'année dernière.

La grande majorité des catégories de placement ont en effet progressé au cours des six derniers mois. A l'exception de l'immobilier suisse coté en bourse et des actions chinoises, tous les indices financiers et boursiers que nous suivons montrent une évolution positive, voire réjouissante pour certains d'entre eux.

### Performances des principaux indices boursiers au 30.06.2023 (en CHF)

Suisse	SMI	5.1%
	SMIM	8.8%
Europe	EURO STOXX 50	14.7%
USA	Dow Jones	0.6%
	NASDAQ	28.5%
	S&P 500	11.5%
Japon	NIKKEI	15.1%
Chine	CSI 300	-8.7%
Immobilier suisse	SXI Real Estate	-2.3%
Obligations en CHF	Swiss Bond Index	3.6%

Depuis l'hiver dernier, la plupart des bourses mondiales ont opéré un retournement assez clair de leur tendance et ont poursuivi tout au long de ce premier semestre une marche en avant assurée et rassurante, à peine ralentie par la crise du secteur bancaire du mois de mars et la poursuite du resserrement monétaire.

Les marchés des actions sont donc en hausse, dopés par la folle course en avant des valeurs de « croissance », maudites et délaissées en 2022 (la consommation discrétionnaire et son secteur phare le luxe ; la technologie et tout ce qui touche de près ou de loin à l'intelligence artificielle ; les valeurs industrielles de pointe).

Les secteurs défensifs et les titres de « valeur » (l'énergie mais aussi les actions des secteurs de la santé et de la consommation de base) restent clairement en retrait.

C'est la raison du « surplace » de notre indice phare le Swiss Market Index (SMI), lesté par Nestlé, Novartis et surtout Roche, 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). A noter que les actions européennes de l'EuroStoxx 50 (+14.7%) ont battu leurs corolaires américains du S&P 500 (+11.5%) au premier semestre. C'est assez rare pour être relevé !

Pour expliquer la relative contre-performance de notre SMI très « conservateur », il convient d'ajouter comme « excuse » à sa composition particulière, l'effondrement puis la disparation d'un de ses membres (l'action CREDIT SUISSE) et les malheurs (momentanés ?) de sa seule valeur présentant une orientation technologique (Logitech). A noter encore que l'action Zürich Fin. Group (-4.5 % en 2023) avait réalisé la meilleure performance boursière du SMI en 2022 (+3.7%).

### Performance des actions suisses du SMI en 2023

ABB	22.8%
Alcon	14.9%
Cie Financière Richemont	25.4%
Geberit	5.6%
Givaudan	2.7%
Holcim	24.9%
Kuehne+Nagel Int	21.1%
Logitech	-7.9%
Lonza Group	15.4%
Nestlé	-0.2%
Novartis	6.6%
Partners Group	1.8%
Roche	-6.0%
Sika	11.4%
Sonova	6.8%
Swiss Life Holding	7.9%
Swiss Re	3.8%
Swisscom	10.2%
UBS Group	4.0%
Zurich Insurance Group	-4.5%

Pour la première fois depuis de nombreux mois, les flux monétaires en direction des actions sont donc à nouveau positifs ; les investisseurs sous-exposés de manière générale et ceux plus spécifiquement sous-investis sur les valeurs technologiques ont continué d'acheter tout au long du semestre, poussant ainsi les indices vers le haut.

Et ce malgré des incertitudes (pour ne pas dire de l'adversité) bien marquées comme les pressions inflationnistes et les politiques monétaires y relatives, ainsi que l'évolution très incertaine de la conjoncture mondiale mettant les bénéfices des entreprises inévitablement sous pression.

Cet enthousiasme (pour ne pas dire « euphorie » dans certains cas) et cette franche reprise des actions doivent aussi et surtout être replacés en regard de ce qui a prévalu l'an dernier. 2022 a en effet été l'une des plus mauvaises années boursières depuis longtemps. Un effet de « rattrapage » pouvait être (logiquement) envisagé de ce seul point de vue.

Enfin, les « phobies » liées à la pénurie énergétique de cet hiver ne se sont heureusement pas matérialisées, favorisant davantage d'optimisme et un état d'esprit plus constructif par rapport aux actifs risqués.

Une première moitié d'année plutôt dynamique pour les actions des pays développés mais également pour les obligations qui ont gagné en attractivité suite au revirement des taux d'intérêt. Des rémunérations qui offrent aujourd'hui des rendements bien supérieurs à ceux auxquels ces mêmes obligations nous avaient habitués depuis de longues années.

Quant à l'immobilier coté, il souffre certes encore de la forte et rapide hausse des taux d'intérêt, mais il atteint désormais des niveaux de valorisation qui incorporent l'essentiel des mauvaises nouvelles.

## Inflation, taux d'intérêt et politiques monétaires

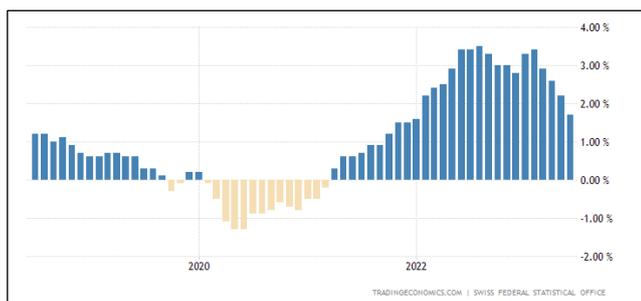
De manière générale, l'inflation demeure au centre des préoccupations. Même si cette dernière s'atténue peu à peu, elle reste pour le moment encore clairement supérieure aux objectifs des différentes banques centrales.

Aux Etats-Unis, l'inflation est ainsi en baisse à 4,0% en mai (et devrait continuer sa décline en juin). Rappelons que l'inflation aux USA avait approché les 10% il y a exactement une année (9.1% en juin 2022). Cependant les économistes de la Federal Reserve ne projettent un retour vers le niveau de 2,5% qu'en 2025 seulement.

Même scénario en zone Euro où l'inflation évolue toujours au-dessus de 5% (5.5% en juin) et où les prévisions des experts de la Banque Centrale Européenne ne pointent vers un retour à 2,3% qu'en 2025 également. Pour rappel, ce même taux se situait encore à 10.6% en octobre 2022.

En Suisse enfin, l'évolution des prix a reculé à 1.7% en juin (3.5% en été 2022) et se situe désormais au-dessous de l'objectif affiché par la Banque Nationale Suisse de 2%, mais devrait vraisemblablement stagner aux alentours de cette valeur pour les prochains mois, nécessitant par voie de conséquence une vigilance élevée.

Taux d'inflation en Suisse de juin 2020 à juin 2023



Malgré l'atténuation des pressions inflationnistes décrites ci-dessus, les politiques monétaires des principales banques centrales restent restrictives ; les taux d'intérêt sont toujours orientés à la hausse.

Les banquiers centraux gardent le cap et rappellent que le combat contre l'inflation n'est de loin pas gagné. Les espoirs d'assouplissement monétaire dans la seconde moitié de l'année sont désormais plus aléatoires, car le reflux de l'inflation sera probablement plus lent et moins spectaculaire à partir des niveaux actuels.

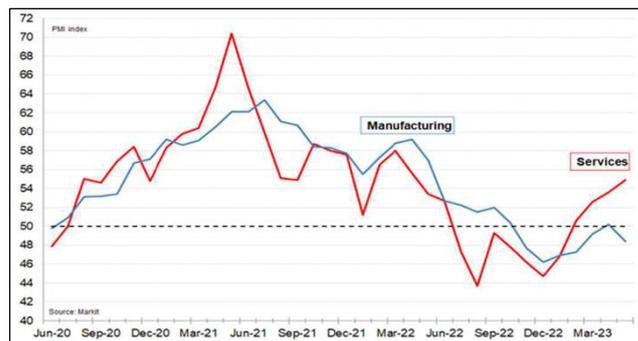
Nous estimons cependant que ces mêmes banques centrales vont bientôt marquer une pause durable dans leur cycle de durcissement monétaire et que le pic de la hausse des rendements n'est plus très loin ; raison pour laquelle nous avons augmenté notre exposition globale aux obligations.

## Récession or not récession ?

La résilience de l'économie mondiale face aux différents vents contraires émanant de la hausse des taux d'intérêt est de bon augure ; n'en déplaise aux « grincheux » qui nous annonçaient les pires tourments économiques pour cet hiver.

Mais rien n'est encore gagné. Les principaux indicateurs économiques avancés restent très contrastés, confirmant certes une activité toujours solide dans les services mais un tassement récurrent dans les activités manufacturières.

Divergence des indicateurs avancés et des indicateurs de confiance des entrepreneurs (US business confidence index) entre les services et l'industrie dans les grandes économies, l'exemple américain



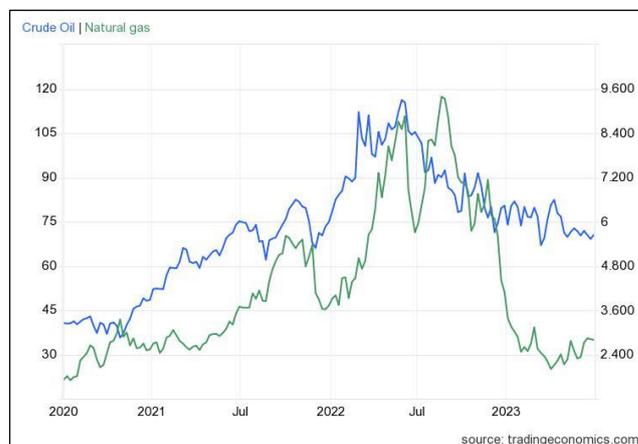
Source : UBP

On peut dès lors parler d'un atterrissage en douceur des principales économies qui doit cependant beaucoup au fort recul des prix de l'énergie et des produits alimentaires depuis leurs plus hauts atteints directement après le déclenchement de la guerre en Ukraine.

D'un point de vue global, les dernières prévisions du FMI font état d'un tassement avec un taux de croissance économique sur le plan mondial d'environ 3%, soit juste au-dessus du niveau considéré comme récessif.

Cette croissance mondiale atone et stagnante se traduit par une plus faible demande pour l'ensemble des matières premières et explique la décline des prix du pétrole, du gaz et des principaux métaux industriels stratégiques.

Evolution des prix du gaz et du pétrole de juin 2020 à juin 2023



## Une géopolitique inévitablement incertaine

Le conflit russo-ukrainien est malheureusement toujours bien engagé malgré la récente offensive ukrainienne qui ne fait qu'inverser les rôles entre attaquants et défenseurs.

Toutefois, cette guerre est passée au second plan des préoccupations ; même si le clash entre Prigojine et Poutine l'a remise sur le devant de la scène pour quelques heures (difficile de trouver des explications à cet incident, ce qui démontre la complexité du contexte géopolitique actuel). Pas de réaction particulière des marchés qui ne considèrent plus la guerre comme un élément majeur ; mais cela nous l'avons déjà écrit dans nos précédents commentaires.

La situation politique et géopolitique est toujours « préoccupante » (elle le sera indéfiniment de toute façon...), mais les éléments que nous suivons de plus près restent stables ou maîtrisés et de moindre influence financière pour le moment :

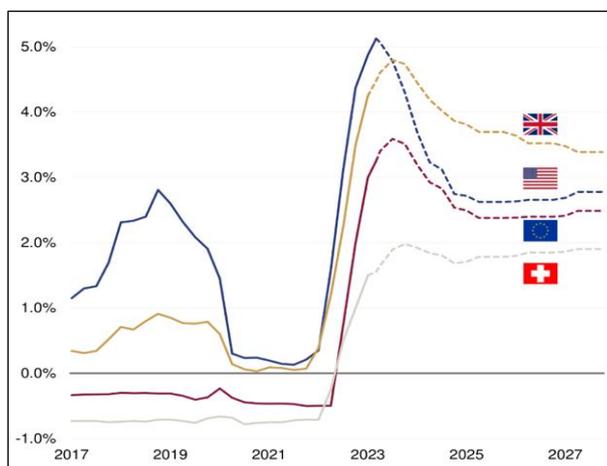
- Les tensions sino-américaines
- Les contestations sociales en France et la dégradation du dialogue politique
- La pré-campagne électorale aux USA
- Etc.

## Un deuxième semestre encourageant

### Notre appréciation des deux paramètres fondamentaux : taux d'intérêt et croissance

- La politique monétaire restrictive commence à faire effet. La détérioration des conditions de crédit signifie que le mouvement de resserrement monétaire touche à sa fin. Les attentes en matière de « taux terminaux » se stabilisent à des plus hauts niveaux (env. 5,5% aux États-Unis, env. 3,5% en zone euro, env. 2% en Suisse), des niveaux cependant très proches de ceux d'aujourd'hui.
- La croissance mondiale ralentit, mais le scénario de l'atterrissage en douceur prédomine. Le point bas conjoncturel pourrait être atteint lors du dernier trimestre de 2023.

Taux directeurs actuels et « taux terminaux » des banques centrales américaine (USD), britannique (GBP), allemande (EUR) et suisse (CHF)



Source : Rothschild & CO/Bloomberg

## Notre approche stratégique

Tout vendre pour se féliciter durant tout le second semestre des gains réalisés, mêmes supérieurs aux attentes de début d'année, revient à dire qu'on a eu la chance de gagner à un jeu de hasard et qu'il est temps d'arrêter de jouer. Ce n'est pas notre conception de l'investissement.

Il y a évidemment un juste milieu entre l'investisseur trop optimiste qui ignore la réalité de l'environnement actuel ou les défis du moment et le peureux qui redoute de voir subitement le ciel s'assombrir et la valeur de ses investissements réduite à néant.

Le meilleur conseiller dans de telles situations est certainement un peu de bon sens et probablement une certaine expérience acquise dans l'analyse des cycles boursiers précédents.

Notre approche patiente (pas de sur/sous-exposition majeure par rapport à notre allocation stratégique de moyen terme) et équilibrée (exposition raisonnable aux deux classes d'actifs de base que sont les actions et les obligations) se traduit par une appréciation raisonnable du capital jusqu'à mi-année ; une progression satisfaisante qui devrait perdurer au cours du second semestre.

## Notre allocation tactique

### Obligations

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.

D'une manière générale, nous favorisons les emprunts en CHF, EUR et USD, nous conservons des échéances plutôt courtes et nous faisons particulièrement attention aux bilans des sociétés émettrices en privilégiant des obligations de première qualité. Dans ce contexte, nous conseillons de se concentrer sur la solvabilité des émetteurs et ne sélectionnons que des obligations « Investment Grade » de qualité en évitant les obligations à haut rendement plus risquées.

Rendements à l'échéance des obligations d'état en USD, EUR et CHF



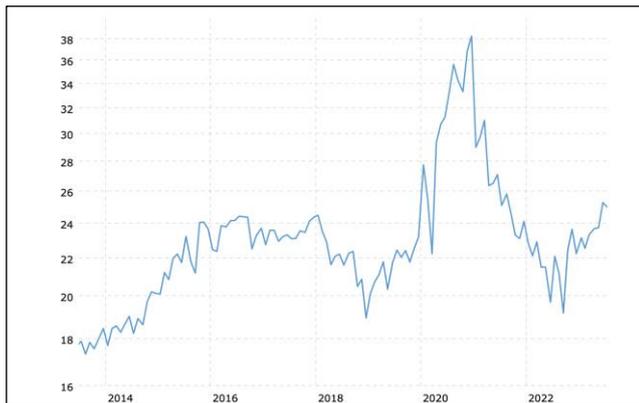
source: tradingeconomics.com

## Actions

Pour cette classe d'actifs également l'accent doit être clairement mis sur une sélection minutieuse des titres de première qualité. Les entreprises ayant de solides modèles d'affaires, de bons bilans et des marges stables doivent être préférées.

Les valorisations restent assez élevées en comparaison historique, principalement aux Etats-Unis (décalés à la hausse par les multiples des grandes valeurs de la technologie), mais cachent des divergences sectorielles ou factorielles importantes.

*P/E Ratio de l'indice américain S&P 500*



Source : *macrotrends.net*

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

Pour l'heure, nous maintenons notre biais de qualité pour nous focaliser sur des entreprises disposant de positions fortes et de bilans solides, plutôt dans les grandes capitalisations tout en respectant une allocation sectorielle mélangeant « old et new economy ».

Le bon sens nous dit clairement que ne plus avoir d'actions en deuxième partie d'année présente un risque non négligeable de sous performance relative. À l'inverse, après les performances boursières du premier semestre, ignorer complètement l'euphorie ambiante de certains secteurs et de certaines valeurs est téméraire.

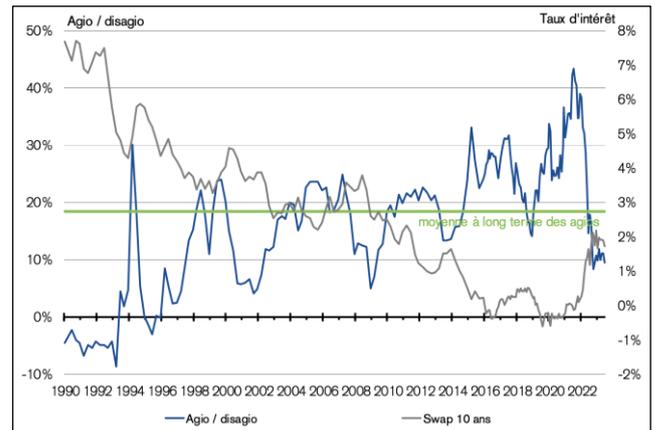
En d'autres termes détenir du cash n'est plus un problème, surtout en dollars. Et c'est faire preuve de bon sens que d'en augmenter un peu la pondération en réalisant quelques gains, par exemple suite à l'engouement récent pour les valeurs technologiques exposées à l'intelligence artificielle.

## Immobilier

La hausse des taux a fortement pénalisé l'immobilier coté helvétique.

Mais aujourd'hui, après les importantes corrections de cours enregistrés en 2022 et plus modérément en ce début d'année, les opportunités apparaissent à nouveau en raison de la forte contraction des agios/prime (environ 10 % aujourd'hui contre 45 % au début de 2022), et tiennent désormais largement compte de la nouvelle donne sur les taux.

*Agios et disagos des fonds immobiliers suisses*



Source : *Credit Suisse Asset Management (Suisse) SA*

Pour l'heure, il convient de se concentrer sur l'immobilier de qualité, tant dans le résidentiel (qui résiste mieux) que le commercial/industriel.

Nous maintenons donc une position modérée dans ce segment car nous sommes convaincus que les fonds immobiliers et/ou les sociétés immobilières cotées suisses peuvent faire partie d'un portefeuille largement diversifié, aujourd'hui encore davantage que par le passé.

Avec nos meilleures salutations.

**Adequaris Finance**

Pascal Reynaud, 10 juillet 2023