

Survol des marchés

UN COUP D'OEIL DANS LE RÉTROVISEUR

Il est toujours intéressant de regarder en arrière pour analyser l'année écoulée et 2023 ne fait pas exception. La plus grande surprise de l'année fut sans doute la vigueur de l'économie mondiale. Contre toute attente et malgré des prévisions largement pessimistes, une récession globale n'a pas eu lieu. En 2023, l'économie a résisté à des taux d'intérêt élevés aux États-Unis et en Europe, ainsi qu'à un risque de crise majeure lié au secteur immobilier chinois. Dans ce contexte économique à haut risque, l'économie mondiale s'est révélée particulièrement robuste. Malgré un resserrement de la politique monétaire le plus rapide depuis les années 1980, la croissance économique aux États-Unis s'est probablement même accélérée. L'Europe, de son côté, s'est sevrée du gaz russe sans subir de catastrophe énergétique et économique. En termes de chiffres, l'économie mondiale a surpassé les attentes les plus optimistes. La croissance du PIB (produit intérieur brut) mondial devrait dépasser les 3 % sur l'année 2023.

L'inflation a connu une baisse continue, en partie due à la hausse généralisée des taux d'intérêt initiée en 2022. En effet, ces hausses de taux transfèrent l'argent des emprunteurs vers les épargnants, ralentissant ainsi la demande économique. Ce phénomène a effectivement eu lieu, mais ce ne fut pas le principal moteur de ce ralentissement. L'explosion de l'inflation que nous avons vécue fut probablement davantage liée aux distorsions de l'offre (notamment avec l'engorgement des chaînes d'approvisionnement et la guerre en Ukraine) plutôt qu'à un excès de la demande.

La remontée fulgurante des taux a eu et aura des effets sur l'économie réelle. D'ailleurs, les faillites de quelques banques régionales américaines et la chute de Crédit Suisse au printemps ont fait craindre le pire. Cependant, les systèmes économiques et financiers sont restés

stables. Cela a permis aux taux d'intérêt de continuer leur ascension, les investisseurs s'accommodant à l'idée qu'ils restent plus élevés sur le long terme. Durant la majeure partie de l'année, les marchés financiers ont oscillé, peinant à intégrer un mélange surprenant de croissance, de profits de sociétés solides, d'inflation modérée, et de hausse des taux... jusqu'à mi-octobre.

À ce moment-là, une série de données macro-économiques indiquant un ralentissement des économies développées, une inflation confirmant sa baisse, et des discours de banquiers centraux évoquant déjà une «mission accomplie» ont changé la donne. Les taux ont, dès lors, commencé à baisser fortement, stimulant l'appétit des investisseurs pour le risque et permettant un fort rallye de fin d'année.

PERFORMANCE DES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

En 2023, l'ensemble des classes d'actifs ont affiché des performances impressionnantes, marquant une tendance générale à la hausse, ceci malgré le risque de récession, les fortes remontées de taux en début d'année et les tensions géopolitiques.

Les actions chinoises et les matières premières sont les rares actifs à avoir terminé l'année en territoire négatif.

L'économie chinoise reste sous pression à cause de la faiblesse persistante de sa consommation intérieure et de son secteur immobilier, qui a longtemps été un pilier de sa croissance. La faiblesse des matières premières est due en grande partie à l'affaiblissement de la demande chinoise et à la chute des prix de l'énergie, ceci malgré des réductions de production importantes afin de faire remonter les prix.

PERFORMANCE DES ACTIONS

Au niveau des actions, la performance impressionnante des marchés boursiers témoigne de la solidité de l'économie mondiale ainsi que de la surprenante résilience des profits des sociétés. Ces dernières n'étant que peu impactées par la hausse des taux d'intérêt et la faiblesse de la Chine. Le Japon fut le marché le plus performant. Il a bénéficié du maintien de sa politique monétaire ultra-agressive. Aux États-Unis, la robustesse de l'économie, couplée à l'anticipation de baisses de taux et à l'engouement pour l'intelligence artificielle, a propulsé les secteurs de croissance, avec les géants Américains de la technologie comme fers de lance. Le Nasdaq a ainsi enregistré sa meilleure année depuis 1999. En Europe, malgré une économie plus vulnérable, les marchés ont affiché des performances solides. Cependant, le marché suisse a fait figure d'exception, pénalisé par l'exposition de ses indices à des secteurs défensifs tels que la consommation discrétionnaire et la santé, nettement moins performants cette année. Comme

décrit ci-dessus, la Chine a continué d'être fortement impactée par sa crise immobilière et la faiblesse de sa consommation domestique.

Au niveau des facteurs d'investissements, les facteurs «valeur» (société exhibant des valorisations faibles) et «croissance» (sociétés exhibant une forte croissance des bénéfices) se sont bousculés tout au long de l'année alors que les investisseurs s'efforçaient de déchiffrer les perspectives en matière de taux d'intérêt et de croissance économique. Mais le rallye initié mi-octobre a permis à nouveau au facteur «croissance» de prendre le dessus. Le «timing» de la performance des facteurs d'investissement est aussi délicat que celui des secteurs ou des régions. Cependant en termes de contributions, le facteur «croissance» représente aujourd'hui une partie considérable des actions mondiales. Sa contribution à la performance globale des actions est donc prépondérante.

PERFORMANCE DES OBLIGATIONS

Avec la remontée des taux d'intérêt, les rendements «sans risque» ont eu un impact sur l'ensemble du monde obligataire et plus largement sur toutes les classes d'actifs. On aurait pu anticiper que les fluctuations considérables de ces rendements tout au long de l'année fassent vaciller les actifs obligataires. À l'inverse, la plupart d'entre eux ont fait preuve d'une remarquable robustesse. Alors que les principales banques centrales, dont la Réserve Fédérale Américaine et la Banque Centrale Européenne, ont poursuivi leur resserrement monétaire pour lutter contre une inflation persistante, les rendements des obligations d'État ont augmenté de manière significative au cours des premiers trimestres de l'année. En fin d'année, toutefois, les banques centrales américaines et européennes ont adopté une attitude moins agressive. Ce changement de posture s'est traduit par une baisse significative des taux longs. La plupart des taux à dix ans ont fortement baissé. Au 31 décembre, seuls les taux à 10 ans américains et japonais ont terminé l'année plus haut qu'ils ne l'avaient commencé.

Les investisseurs ont manifesté un intérêt accru pour les obligations à haut rendement contribuant à la forte performance de cette classe d'actif. Pourtant, en début d'année, ils craignaient que la hausse des taux d'intérêt empêche les emprunteurs fortement endettés de faire face à leurs obligations. Finalement, après les hausses enregistrées, le taux de défaut annuel des obligations à haut rendement est aujourd'hui inférieur à sa moyenne à long terme. Les obligations convertibles ont aussi affiché de robustes performances, bénéficiant presque à part égale de leur exposition aux taux d'intérêt et au risque de crédit, soutenant ainsi leur composante obligataire. Elles ont profité également de l'exposition aux sociétés de croissance qui a été favorable à leur composante action. La plupart des obligations à longue durée (avec une sensibilité aux mouvements des taux d'intérêt élevée) ont affiché des performances spectaculaires bénéficiant de la réduction des taux à long terme sur l'année. Seuls les États-Unis ont vu leurs taux longs encore augmenter sur l'ensemble de l'année, expliquant la moindre performance de ces actifs.

PRINCIPAUX PILIERS DES MARCHÉS FINANCIERS EN 2024

Malgré la difficulté de prédire l'avenir, la performance moyenne des principales classes d'actifs devrait à nouveau être dictée par les quatre piliers essentiels que sont: (i) la croissance globale, (ii) la croissance du bénéfice des sociétés, (iii) l'inflation et (iv) les taux d'intérêt.

(i) La croissance globale devrait rester le principal moteur de la performance des classes d'actifs. Malheureusement, prédire précisément la croissance est un exercice délicat. Si les économies américaines et européennes ont fait mieux que prévu en 2023, elles ne sont pas encore sorties d'affaire. Le maintien de taux d'intérêt élevé pourrait être douloureux pour les entreprises comme pour les consommateurs. Aux États-Unis, l'économie ralentit, mais semble capable d'éviter une récession avant que la FED ne commence à baisser les taux. L'Europe est en position plus délicate, notamment si l'inflation vient jouer les trouble-fête en empêchant la banque centrale de réduire ses taux. La Chine se débat toujours avec sa crise immobilière, mais le gouvernement chinois a promis qu'il s'assurera de la solidité de la croissance en s'attaquant à l'ensemble de ses problèmes persistants. Globalement, l'économie mondiale devrait rester vulnérable en 2024, mais avec un potentiel de surprise positive non-négligeable.

(ii) En 2023, les bénéfices des entreprises ont généralement bien résisté. Malgré l'inflation, les marges n'ont pas été excessivement impactées et la demande est demeurée robuste. Pour les prochains trimestres, les cadres des entreprises anticipent une modeste augmentation des profits. Cette perspective semble plausible compte tenu du niveau élevé en absolu de l'inflation et des

taux d'intérêt, ainsi que du probable ralentissement des principales économies mondiales.

(iii) Dans les prochains mois, l'inflation mondiale devrait poursuivre sa tendance à la baisse, mais la situation varie considérablement d'une économie à l'autre. Aux États-Unis, la FED pourrait avoir du mal à atteindre son objectif en matière de prix, contrairement à la zone euro, où l'inflation devrait chuter plus brusquement. La Chine, quant à elle, est confrontée à un défi différent, avec un risque tangible de déflation, qui pourrait ajouter une couche de complexité à ses perspectives économiques.

(iv) Au niveau des taux d'intérêts, la plupart des banques centrales des pays développés semblent avoir atteint le point culminant de leur cycle de hausse. À quel moment vont-elles décider de réduire leurs taux? Cela va dépendre essentiellement de la trajectoire de l'inflation et de la force du ralentissement de leur économie.

Au-delà de ces vecteurs fondamentaux, l'humeur des investisseurs en 2024 sera influencée par les événements géopolitiques et politiques. Plus de 70 pays vont organiser des élections l'année prochaine, notamment aux États-Unis, à Taiwan, en Europe, en Inde, en Russie, en Angleterre, etc. De plus, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, la guerre en Ukraine et les tensions à Taiwan ne devraient que peu s'estomper. Cependant, l'impact sur les marchés financiers de ce type d'événement est extrêmement délicat à anticiper. Une construction de portefeuilles structurée et une diversification robuste constituent la meilleure manière de se protéger de ces remous erratiques.

POSITIONNEMENT DES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT

Prédire la trajectoire des actifs financiers est une gageure. Le point le plus important pour positionner des stratégies d'investissement est de dissocier le bruit des tendances fondamentales. Cela se fait en privilégiant des stratégies à long terme plutôt que de répondre aux fluctuations à court terme. Notre philosophie d'investissement cherche à construire des portefeuilles résistants, capables de faire face à différents scénarios, sans avoir besoin de prédire l'avenir. Nous mettons l'accent sur l'analyse fondamentale de l'ensemble des classes d'actifs et sur une construction rigoureuse des portefeuilles afin de gérer efficacement les imprévus, qu'ils soient économiques, financiers ou géopolitiques.

En termes d'allocation, notre indicateur «MFM World Equity Premium» demeure à des niveaux historiquement bas. En effet, le fort rebond des actions lors du rallye de fin d'année a été compensé par une baisse généralisée des taux d'intérêt. Ce premium mesure l'excédent de rendement attendu que les investisseurs exigent pour détenir des actions plutôt que des obligations considérées comme moins risquées. Il confirme donc qu'il est primordial d'avoir une exposition aux premiums d'investissements obligataires comme la duration (sensibilité aux taux d'intérêt, également appelé «bond premium») et crédit (sensibilité au risque de faillite, également appelé «credit premium»). Cela se traduit aussi par une augmentation du rendement espéré des approches diversifiées combinant obligations et actions, tout en rendant ces stratégies moins risquées. En effet, les obligations devraient enregistrer de meilleures performances si les risques de récession augmentent ; alors que les actions, et les actifs plus risqués, pourraient surperformer si l'environnement inflationniste continue de se détendre et que les banques centrales inversent leur politique monétaire.

Même si le rendement sur le cash, que l'on nomme taux sans risque, est plus élevé que par le passé, les autres classes d'actifs devraient permettre de générer des retours sur investissement d'autant plus intéressants. Au niveau obligataire, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt et de faible inflation, les obligations devraient retrouver leur rôle de protection des portefeuilles. Le «bond premium» en particulier devrait bénéficier des potentielles baisses de taux et jouer son rôle d'amortisseur en cas de forte contraction économique. Bien que les spreads (la compensation que demandent les investisseurs pour détenir des obligations plus risquées que les obligations d'état) se soient resserrés en 2023, le «credit premium» reste une source de rendement intéressante. En effet, les taux de défaut restent à des niveaux bas et des coupons plus élevés devraient se traduire par des rendements globaux supérieurs.

Au niveau des actions, leurs performances seront probablement liées à la croissance des bénéfices des sociétés. Suite au rebond de la fin d'année dernière, les multiples de valorisation devraient avoir un impact marginal, même s'ils exhibent de grandes disparités au niveau géographique. Aux Etats-Unis, les valorisations

des sociétés technologiques n'offrent que peu de droit à l'erreur. Au contraire, en Chine, il suffirait de quelques bonnes nouvelles pour que les valorisations réagissent et entraînent dans leur sillage les actions des pays émergents. Au niveau des profits des sociétés, pour l'instant, les dirigeants restent prudents, car la plupart des économies ralentissent et la visibilité macro-économique est réduite. Du côté positif, la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt pourraient être des catalyseurs positifs pour les profits des entreprises. Au niveau des secteurs d'activités, la consommation discrétionnaire pourrait bénéficier de la reprise économique chinoise, qui devraient stimuler les dépenses des consommateurs chinois. De plus, le secteur reste soutenu par la croissance robuste du commerce électronique et la résilience des marques de luxe en présentant des opportunités dans des entreprises de qualité. Le secteur de la santé se distingue par sa nature défensive face aux incertitudes économiques. Ce secteur offre une croissance attrayante soutenue par les besoins accrus en soins d'une population vieillissante. De plus, l'impact transformateur de l'intelligence artificielle sur l'efficacité des traitements, les avancées dans les thérapies géniques et le marché immense des médicaments de perte de poids, contribuent à la perspective dynamique du secteur. Au niveau des facteurs d'investissement, les entreprises de qualités dotées de bilans solides demeurent intéressantes dans un environnement de fragilité économique en offrant de la résilience et une protection tangible contre l'impact de taux d'intérêt élevés.

Les risques auxquels les marchés seront confrontés en 2024 sont importants, mais pas insurmontables. Certains sont prévisibles alors que d'autres, imprévisibles, apparaîtront durant l'année. En investissement, le risque et le rendement sont les deux faces d'une même pièce. On ne peut s'attendre à des gains sans prendre de risque. La discipline et une perspective à long terme permettent d'éviter les réactions émotionnelles et autorisent, en période de turbulences, de bénéficier d'intéressantes opportunités d'investissements.

PERSPECTIVES MACRO-ÉCONOMIQUES

CROISSANCE GLOBALE



- La croissance sera probablement le facteur déterminant de la performance des actifs financiers dans les prochains trimestres.
- Si les économies américaines et européennes ont fait mieux que prévu en 2023, elles ne sont pas encore sorties d'affaire.
- En Europe, l'activité économique est en contraction, tout comme l'inflation. L'Allemagne a montré des signes encourageants lors des dernières semaines.
- Malgré certains signes positifs engendrés par les stimulus économiques, l'économie chinoise reste chancelante. Le secteur immobilier, toujours sous pression, représente encore plus de 20% du PIB du pays.

BÉNÉFICES DES SOCIÉTÉS



- En 2023, les bénéfices des entreprises ont généralement bien résisté. Malgré l'inflation, les marges n'ont pas été excessivement impactées, et la demande est demeurée robuste.
- Pour les prochains trimestres, les cadres des entreprises anticipent une modeste augmentation des profits. Cette perspective semble plausible compte tenu du niveau élevé en absolu de l'inflation et des taux d'intérêt, ainsi que du probable ralentissement des principales économies mondiales.

INFLATION



- L'inflation mondiale devrait poursuivre sa tendance à la baisse, mais la situation varie considérablement d'une économie à l'autre.
- A moyen terme, certaines forces poussant l'inflation à la hausse pourraient se renforcer, notamment l'optimisation des chaînes d'approvisionnement et la décarbonisation. Les troubles géopolitiques en Ukraine et au Moyen-Orient pourraient repousser quant à eux les prix de l'énergie à la hausse.
- A plus long terme, les forces poussant à la baisse de l'inflation restent la croissance démographique et les gains de productivité.

TAUX D'INTÉRÊT



- La plupart des banques centrales des pays développés semblent avoir atteint le point culminant de leur cycle de hausse. À quel moment vont-elles décider de réduire leurs taux? Cela va dépendre essentiellement de la trajectoire de l'inflation et de la force du ralentissement de leur économie.
- Les taux d'intérêt demeurent en absolu à des niveaux élevés. Cela pourrait avoir un impact notable sur les pays et les entreprises fortement endettées.

PERFORMANCES ANNUELLES 2023

ACTION (RÉGION - MONNAIES LOCALES)

Japon	28.56
Etats-Unis	26.49
Monde (tous les pays)	23.12
Europe	19.89
Pays émergents	9.85
Royaume-Unis	7.66
Asie (ex-Japon)	6.44
Suisse	5.26
Chine	-10.73

ACTION (SECTEUR - MONNAIES LOCALES)

Technologie	53.27
Service de Communication	45.67
Consommation discrétionnaire	34.88
Industrie	22.86
Finance	15.15
Matériaux	13.22
Immobilier	5.20
Santé	2.75
Energie	1.24
Consommation non cyclique	0.84
Service aux collectivités	-0.80

AUTRE (USD)

Matières premières industrielles	-4.60
Matières premières	-12.55

OBLIGATION (USD HÉDGÉ)

Obligations à haut rendement	13.66
Obligations convertibles	9.84
Obligations de sociétés	9.10
Obligations globales (longue durée)	8.91
Obligations suisses (CHF)	7.36
Obligations globales (5-7 ans)	7.29
Obligations globales	7.15
Obligations gouvernementales	6.72
Obligations de pays émergents	6.46
Obligations globales liées à l'inflation	5.54
Obligations globales (1-3 ans)	5.48
Obligations gouvernementales (longue durée)	3.06

CONTACT

Lausanne

Rue Etraz 4
CH-1003 Lausanne

Zürich

Bleicherweg 47
CH-8002 Zürich

T. +41 58 590 10 00

info@mirante.ch | www.mirante.ch