

La politique monétaire déploie ses effets avec un temps de décalage

Après plusieurs mois de détente sur le front du renchérissement, la robustesse du marché de l'emploi et l'inflation étonnamment tenace ont entraîné une détérioration du sentiment des investisseurs début janvier. Les actions ne se sont toutefois sérieusement dépréciées qu'à la mi-mars, à l'annonce de la faillite de la Silicon Valley Bank, une banque californienne de taille moyenne. Ce que Milton Friedman avait constaté dans les années 1960 semble une fois de plus s'être vérifié : l'effet d'une hausse des taux d'intérêt sur l'économie se fait parfois sentir avec un important retard – 12 mois dans ce cas.

Afin d'éviter une éventuelle contagion au sein du secteur bancaire, les banques centrales ont pris des mesures résolues. Aux Etats-Unis, une garantie illimitée des dépôts bancaires a été accordée aux établissements financiers touchés par ce naufrage et ceux-ci ont eu la possibilité de se procurer des liquidités en mettant en dépôt des garanties de premier ordre (p. ex. des emprunts d'Etat américains). Cela a permis de calmer le jeu en fin de trimestre. Les obligations et les actions ont ainsi enregistré une performance positive sur les trois premiers mois de 2023 et le dollar a continué de s'affaiblir.

Les risques bancaires n'affectent les marchés que temporairement

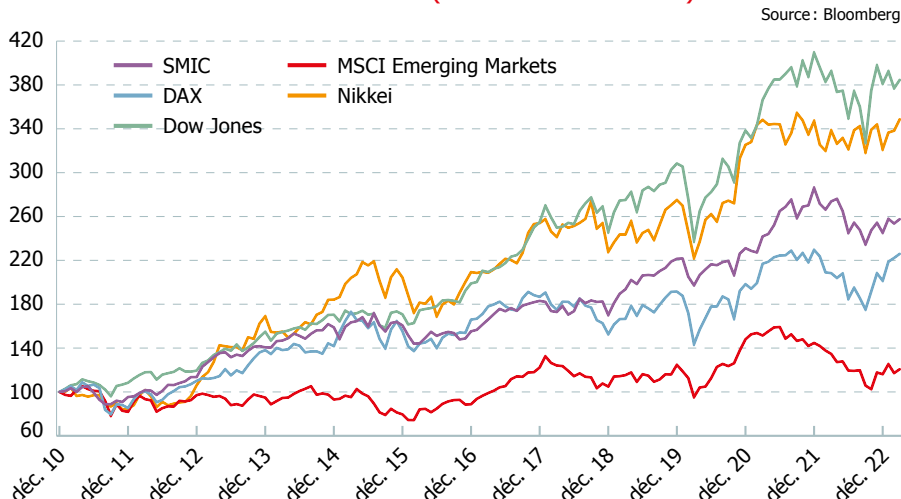
Le malaise suscité par les nouvelles du marché de l'emploi et les chiffres de l'inflation s'est fortement accentué avec l'onde de choc qui a secoué le secteur financier. Outre l'effondrement de la Silicon Valley Bank, qui comptait parmi les 20 plus grands établissements de crédit aux Etats-Unis, le rachat forcé du Credit Suisse par UBS a d'abord mis les marchés financiers à genoux. De nombreux indices boursiers ont alors abandonné la quasi-totalité des gains enregistrés depuis le début de l'année. Grâce à l'intervention immédiate de la Réserve fédérale

américaine, un mouvement inverse s'est amorcé et le MSCI World Net Dividend a terminé le premier trimestre en hausse de 6,3 % (en CHF).

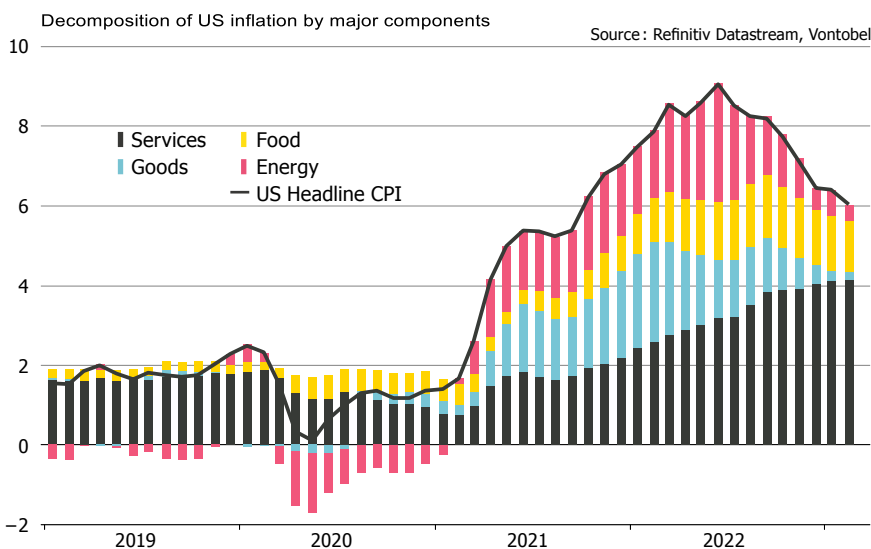
En janvier, les Bourses des pays émergents ont été soutenues par la réouverture de la Chine, mais ont à nouveau été à la traîne par rapport aux pays industrialisés dès février. Elles terminent néanmoins le trimestre en hausse de 2,6 % (en CHF), la République tchèque affichant même une performance impressionnante de +31 % (en CHF).

Ce n'est pas la première fois que les banques centrales se retrouvent au centre de l'actualité avec une politique qui se reflète directement dans la performance des marchés d'actions. La baisse des rendements à long terme, et donc des facteurs d'actualisation des revenus futurs, a entraîné une surperformance de 14,5 % (en CHF) des actions « growth » à fort potentiel de croissance par rapport aux actions « value » à forte valeur intrinsèque. La vigueur du marché de l'emploi et le niveau étonnamment élevé de l'inflation en février ont certes déclenché un mouvement contraire temporaire, mais le segment « value » a fortement pâti des perturbations dans le secteur bancaire. La surperformance des valeurs technologiques (+19,8 %), devant les titres du secteur de la communication (+16,7 %) et les biens de consommation durables (+15,1 %) n'est donc pas surprenante. Les titres énergétiques (-5,2 %) et les valeurs financières (-3,1 %) ferment le classement (Performances en CHF; indices MSCI).

Performance des marchés actions (en monnaies locales)



L'inflation globale américaine a reculé de 6,4% à 6,0%, dominée par la composante des services



Forte volatilité persistante dans le segment obligataire

L'indice Move, qui mesure les fluctuations des obligations, a atteint son plus haut niveau depuis 20 ans par rapport à la volatilité des actions. A la fin du 1^{er} trimestre, les acteurs du marché s'attendaient à ce que les Etats-Unis procèdent à deux baisses des taux d'intérêt. Pour les obligations, cela s'est traduit par des gains impressionnants au cours de la

période sous revue, l'extrémité courte de la courbe des taux enregistrant une baisse plus marquée des rendements (« bull steepening »). Les obligations d'Etat mondiales (JPM Global Government Bond Index) ont progressé de 2,8% au 1^{er} trimestre. Au niveau régional, les obligations d'Etat australiennes (+5,1%), italiennes (3,5%) et américaines (+3,1%) figurent en tête du classement (en monnaie locale). Les obligations des

pays émergents ont aussi gagné du terrain, les obligations en monnaie locale (+2,9%) surperformant les obligations en monnaie forte (+1,9%) en raison de la faiblesse du dollar. Les obligations d'entreprises se sont également appréciées, de 3,5% aux Etats-Unis et de 1,8% en Europe. La performance est toutefois contrastée en fonction de la notation. Aux Etats-Unis, ce sont les obligations notées AAA qui ont enregistré les meilleures performances (+5%), tandis qu'en Europe, le meilleur résultat a été enregistré par le segment des obligations moins bien notées (BAA : +2%) (en monnaie locale).

Le dollar reste faible

Le billet vert reste faible en 2023. Depuis novembre 2022 et pondéré en fonction des échanges commerciaux, il a perdu la moitié des gains réalisés depuis 2021. Parmi les principales devises, la GBP (+2,8%), l'EUR (+1,8%) et le CHF (+1,3%) ont particulièrement profité de la faiblesse du dollar. Ce n'est pas le cas du JPY, car l'assouplissement du contrôle de la courbe des taux n'a pas été poursuivi en mars. Le mouvement reste toutefois limité avec un recul de 1%.

Situation macroéconomique en bref

Croissance	2022	2023 (Prévisions)	Taux de chômage	2022	2023 (Prévisions)
Suisse	2.0	0.6	Suisse	2.2	2.2
USA	2.1	1.0	USA	3.6	3.9
Zone euro	3.5	0.5	Zone euro	6.7	6.9
Chine	3.0	5.3	Chine	5.6	4.1

Inflation	2022	2023 (Prévisions)	Taux directeurs	2022	2023 (Prévisions)
Suisse	2.9	2.4	Suisse	1.25	1.75
USA	8.0	4.3	USA	4.50	5.05
Zone euro	8.4	5.6	Zone euro	2.50	4.10
Chine	2.0	2.3			

Source: Bloomberg; estimations du consensus au 31.3.2023; données exprimées en %

Les banques centrales (BC) face à un dilemme

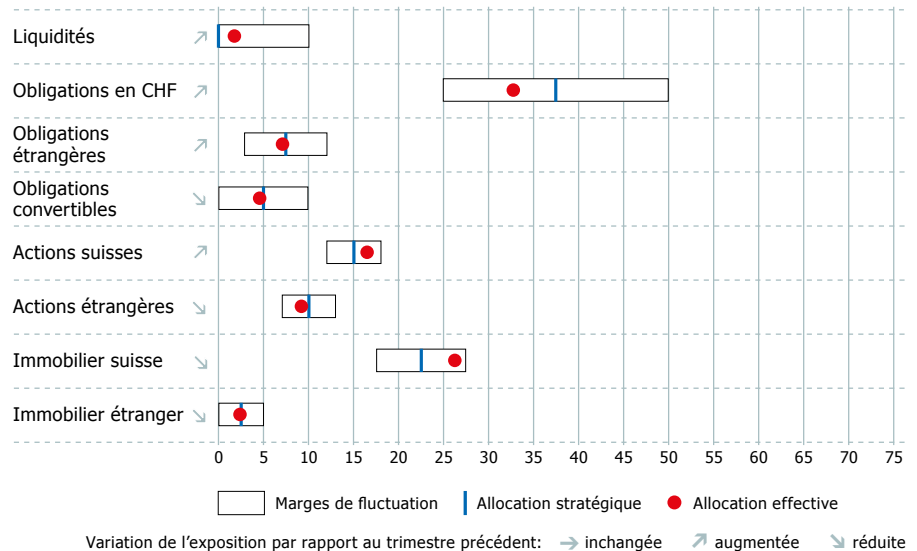
Cette année, les BC sont confrontées au défi d'assurer la stabilité des prix et celle du système financier. Dans le contexte actuel d'une économie frappée par l'inflation et menacée de récession, la tâche est loin d'être simple. La Fed a continué à augmenter les taux d'intérêt au cours du 1^{er} trimestre, relevant son taux directeur à deux reprises de 0,25 % pour le porter à 5,0 %. La BCE a même resserré le sien de 1 %, car l'inflation s'avère plus tenace qu'aux USA. La BCE a ainsi relevé son taux directeur de 0 % à 3,5 % en neuf mois. La BNS a également augmenté son taux directeur à 1,50 % le 23 mars 2023. Le discours des BC est clairement axé sur la maîtrise de l'inflation et il ne faut guère s'attendre à un abandon de la politique monétaire restrictive cette année.

Les marchés obligataires ne voient pas les choses du même œil. Les contrats à terme de la Fed prévoient déjà une baisse des taux d'environ 1 % d'ici fin 2023. Cette divergence d'opinion provoque actuellement des fluctuations extrêmement fortes sur les marchés.

Volatilité croissante sur les marchés obligataires

L'attente fondamentale vis-à-vis des placements en valeurs nominales est celle d'un rendement aussi stable que possible, susceptible de réduire la volatilité globale d'un portefeuille et de préserver la substance réelle. Depuis le retournement des taux d'intérêt de l'année dernière, les rendements des placements obligataires ont certes augmenté, mais leur volatilité également. Compte tenu des incertitudes quant à l'évolution de l'inflation et à la future politique des BC, il ne faut pas s'attendre à ce que le calme

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



revienne rapidement. C'est pourquoi nous maintenons une durée plus courte dans nos groupes de placements MIXTA OPTIMA, même si nous en avons quelque peu réduit l'ampleur au cours des derniers mois. En raison de l'inversion de la courbe des taux, nous nous concentrons sur les échéances courtes à moyennes et sur certaines stratégies de crédit à titre de complément.

Fortes divergences sectorielles sur les marchés d'actions

En raison de l'environnement de marché incertain, la volatilité restera élevée. Des divergences considérables dans les performances sectorielles s'observent dès le 1^{er} trimestre 2023. Dans l'indice Stoxx 600, la différence entre le secteur le moins performant (REITS: -4.9 %) et le plus performant (biens de consommation: +21.7 %) est supérieure à 26.6 % ! Malgré le sentiment parfois positif des

investisseurs, le ralentissement de la dynamique conjoncturelle ne doit pas être sous-estimé. Nous misons toujours sur des titres défensifs de qualité, qui ne sont cependant pas particulièrement recherchés pour le moment. La saison des dividendes qui s'annonce plaide en faveur des titres à faible risque offrant des rendements sur distribution supérieurs à la moyenne. Au sein de notre gestion MIXTA OPTIMA, nous utilisons des produits à variance minimale pour couvrir le marché suisse (rendement du dividende: 3,2 %) et le segment des actions internationales (2,9 %). Pour des raisons de valorisation, nous conservons nos positions en petites capitalisations. Dans l'ensemble, la pondération des actions reste neutre.

Les placements immobiliers suisses présentent des atouts

Le marché suisse demeure stable en comparaison internationale. L'offre de biens neufs reste limitée, le taux de vacance faible et la demande robuste. L'immobilier suisse, notamment les placements directs non cotés, reste attractif d'un point de vue des cash flows et offre une certaine protection contre l'inflation. La classe d'actifs est résistante aux crises. Nous demeurons surpondérés dans l'immobilier suisse évalué à la VNI.

Aperçu des performances MIXTA OPTIMA à fin mars 2023

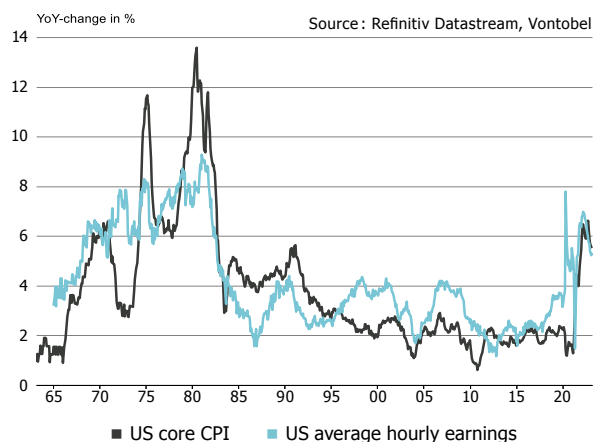
Catégorie I, nette de frais

	YTD	2022	3 ans*	5 ans*	10 ans*
MIXTA OPTIMA 15**	1.98 %	-9.72 %	0.97 %	0.72 %	2.01 %
MIXTA OPTIMA 25	2.32 %	-9.84 %	2.81 %	1.76 %	3.11 %
MIXTA OPTIMA 35	2.76 %	-11.24 %	3.55 %	2.04 %	3.38 %
Pictet LPP 25 (2000)	2.69 %	-14.16 %	0.00 %	0.15 %	1.90 %

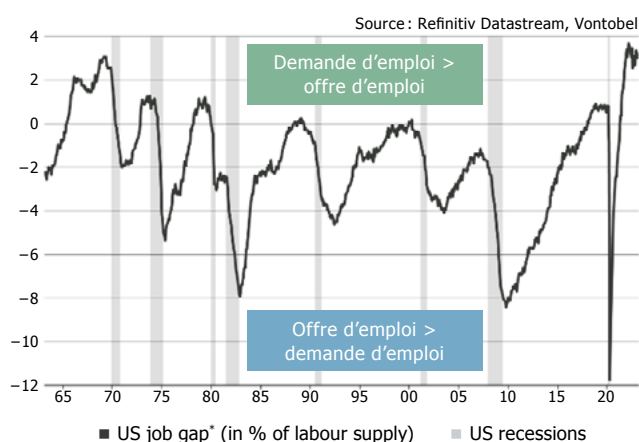
*annualisée **Catégorie II

Les hausses de taux de la Fed commencent à déployer leurs effets – le marché du travail réagit

Les pressions salariales persistantes engendrent une inflation (de base) durable (1965–2022)



La forte demande de main-d'œuvre se heurte à une pénurie de main-d'œuvre (1965–2022)



Le marché du travail américain montre enfin des signes de faiblesse

Jusqu'ici, rien ne semblait pouvoir ébranler le marché du travail américain, pas même le relèvement graduel des taux d'intérêt de la Fed. De nouveaux emplois ont été créés mois après mois, et même le secteur du bâtiment en perte de vitesse semblait largement immunisé. Dans l'ensemble, les chiffres de l'emploi non agricole restent nettement supérieurs au niveau d'avant la pandémie. L'attention portée au marché du travail s'explique par son importance: il est d'une part un indicateur de la situation conjoncturelle et, s'il est tendu, un moteur potentiel de l'inflation d'autre part.

Motifs de la vigueur persistante

L'influence directe de la Fed est limitée, seul un déclin de la demande de biens et de services provoqué par la hausse des taux d'intérêt pourrait peser sur le marché du travail. La situation actuelle est toutefois plus complexe à deux égards: le réservoir de main-d'œuvre s'est tari sous l'effet du Covid et les marges bénéficiaires des entreprises sont encore suffisamment élevées pour qu'elles ne soient pas obligées de licencier.

Les indicateurs du marché du travail réagissent avec un certain retard

Il est notoire que le marché du travail réagit avec un certain retard à

l'évolution conjoncturelle. D'un point de vue historique, il est en retard de trois trimestres sur la composante des nouvelles commandes de l'Institute for Supply Management (ISM). Un ralentissement pourrait donc se matérialiser à partir de mai 2023.

Les prévisions semblent se concrétiser

Les prévisions pour 2023 n'excluaient pas une récession, ainsi qu'un ralentissement marqué du marché du travail américain. Le nombre croissant de licenciements, la diminution des taux de résiliation, deux indices d'une perte de confiance dans le marché du travail, et la diminution de la durée hebdomadaire moyenne de travail étayaient nos hypothèses. L'affaiblissement du marché du travail devrait inévitablement ralentir la croissance des salaires et donc freiner un important moteur de l'inflation.

Conclusion

C'est le marché de l'emploi américain qui fera pencher la balance, d'une part en ce qui concerne la survenance d'une récession et d'autre part en ce qui concerne l'évolution de l'inflation. Malgré son étonnante robustesse jusqu'à présent, des fissures apparaissent et la probabilité d'un ralentissement au 2^e trimestre a augmenté. Le relâchement des pressions salariales face à la baisse des bénéfices des entreprises devrait contribuer à contenir l'inflation.

* «job gap» = différence entre la demande de travail (somme des postes vacants et de l'emploi civil) et l'offre de travail (population active civile).



IST Situation conjoncturelle
Edition avril 2023

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.