

# Soulagement après les premières baisses de taux

**La boule de cristal a une fois de plus été fort utilisée au deuxième trimestre. Les acteurs du marché ont rivalisé de pronostics concernant la première baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, mais la majorité d'entre eux se sont finalement trompés. L'économie américaine s'est montrée très robuste et le renchérissement a une nouvelle fois été supérieur aux attentes. Vers la fin de la période sous revue, les premiers signes d'un ralentissement de la conjoncture et d'un affaiblissement du marché du travail, couplés avec un recul de l'inflation, ont toutefois ravivé les espoirs des investisseurs. Les marchés des actions ont connu de fortes fluctuations, avant de terminer le trimestre sur une note positive. Les obligations, qui ont pour la plupart évolué latéralement, ont finalement affiché de meilleurs rendements.**

## Mesures différenciées des banques centrales

L'évolution mitigée de la conjoncture a incité les autorités monétaires à adopter une attitude différenciée. La Réserve fédérale américaine (Fed) a maintenu son attentisme au deuxième trimestre, ce qui n'était pas surprenant au vu de l'inflation persistante et des chiffres robustes du marché du travail. Les espoirs des investisseurs de voir les taux baisser au premier semestre ont vite été douchés. Au pays de l'Oncle Sam, la

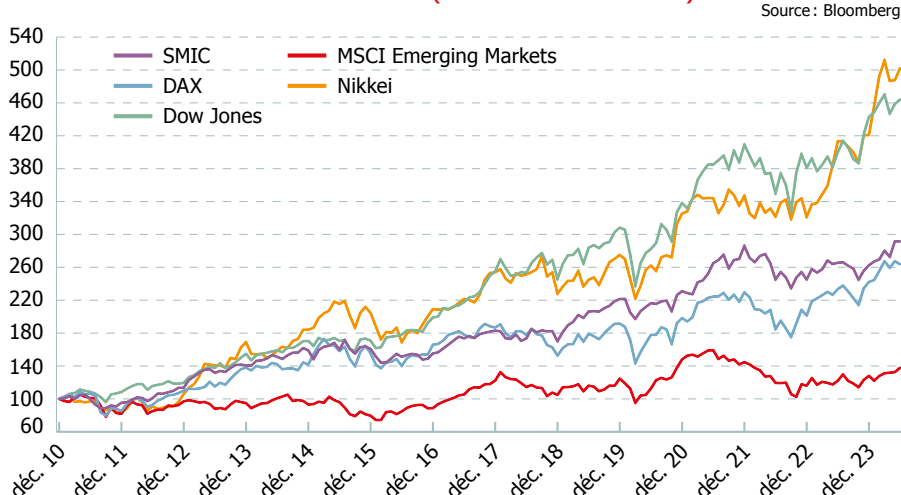
consommation pourrait toutefois bientôt marquer le pas. En effet, les consommateurs, qui contribuent largement à la vigueur de la conjoncture, ont constitué une épargne supplémentaire de plus de 2100 milliards de dollars pendant la pandémie. Entretemps, ils ont non seulement vidé leur bas de laine, mais se trouvent maintenant en découvert. La BCE a quant à elle réduit ses taux directeurs de 25 pb en juin, mais n'a pas donné d'indications précises sur les prochaines mesures envisagées. En

Suisse, la BNS a créé la surprise en procédant avant toutes les autres à une deuxième baisse de taux d'un quart de pourcent. Compte tenu des attentes inflationnistes plus faibles, cette mesure est compréhensible. L'affaiblissement consécutif du CHF a indubitablement été un effet secondaire bienvenu.

## La satisfaction domine parmi les investisseurs en actions

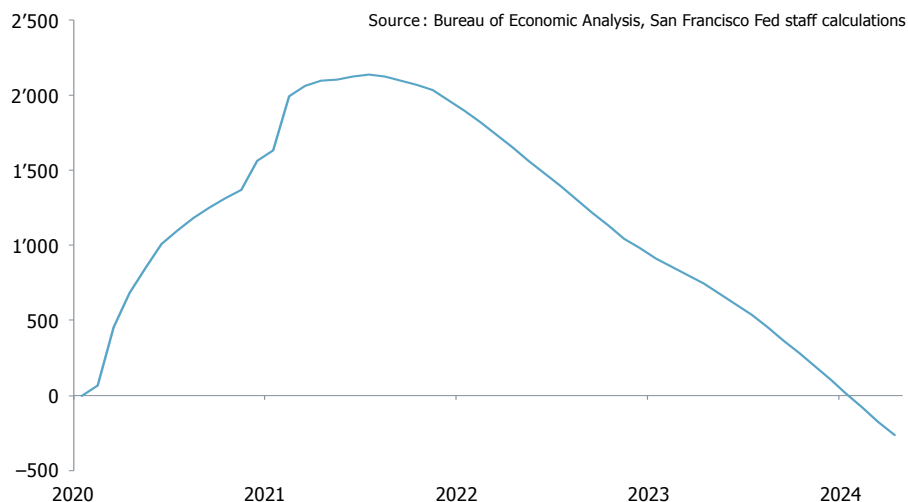
L'indice MSCI AC World a progressé d'environ 1,9% en CHF au deuxième trimestre. Les secteurs de la technologie et de la communication (resp. +11,2% et +7,7%) affichent les meilleures performances, alors que les matières premières (-3,7%) et les actions immobilières (-3,8%) font figure de lanternes rouges en raison des taux d'intérêt élevés. Les titres à dividende et les titres de substance (« Value ») n'ont pas généré de plus-value, car le marché a favorisé les titres de qualité (5,3%) et les valeurs de croissance (« Growth ») (4,8%). Les valeurs technologiques américaines ont continué sur leur lancée. En hausse de 3,6% à la fin du trimestre, le S&P 500 a atteint un niveau record en juin. Ce résultat n'a été surpassé que par l'indice NASDAQ, qui affiche une performance de 7,5%. Les actions des pays émergents se sont nettement mieux comportées que les trimestres précédents et ont gagné 4,5% environ. Ce malgré la conjoncture mitigée et la politique commerciale offensive du poids lourd de l'indice qu'est la Chine. Le Nikkei 225 a pour sa part enregistré une baisse significative de 8,1%. La zone euro a elle aussi été plombée par les tensions géopolitiques et le virage à droite opéré lors des récentes élections parlementaires européennes. En outre, elle pâtit des tensions commer-

## Performance des marchés actions (en monnaies locales)



## Les américains ont épargné puis dépensé leurs gains liés à la pandémie

L'excédent d'épargne a atteint 2,1 trillions en 2021, ce qui a contribué à stimuler la croissance



ciales avec la Chine, comme en témoigne le recul de 4,7% de l'indice EuroStoxx 50. En hausse de 3,1% selon l'indice SPI, le marché suisse a connu pour sa part une évolution réjouissante (toutes les performances sont exprimées en CHF).

### Des hauts et des bas sur les marchés obligataires

La robustesse de l'économie américaine, l'incertitude quant à l'évolution de la conjoncture et de la situation sur le marché du travail, de même que les déclarations vagues de la Fed sur

d'éventuelles baisses des taux d'intérêt ont pesé sur les marchés obligataires. Les investisseurs ont été contraints d'adapter en permanence leurs attentes en matière de taux, comme en témoigne l'évolution en dents de scie des rendements. Ainsi, le rendement des emprunts d'Etat américains à 10 ans a fortement fluctué dans une fourchette comprise entre 4,2% et 4,7%. Sur le trimestre, un modeste gain de 0,09% a été enregistré. Les obligations en CHF, qui étaient recherchées après la baisse des taux d'intérêt par la BNS, ont mieux

tiré leur épingle du jeu et affichent une performance de 1,3% au deuxième trimestre selon l'indice SBI AAA-BBB.

### Le roi est mort, vive le roi

Le dollar est resté robuste envers et contre tout. L'économie américaine a fait preuve d'une résistance surprenante, ce qui a mis la Fed sous pression et constitué un soutien pour le billet vert pendant la majeure partie du deuxième trimestre.

En revanche, le yen a connu un nouvel accès de faiblesse, abandonnant 6,3% face au dollar. Depuis le début de l'année, la moins-value atteint plus de 12% et la monnaie japonaise se négocie à son niveau le plus faible depuis près de 40 ans face au dollar.

La baisse des taux d'intérêt de la BNS intervenue en mars – le premier assouplissement monétaire d'une banque centrale du G10 – a pesé sur le CHF. Celui-ci s'est affaibli au premier semestre face à toutes les monnaies du G10, à l'exception du JPY. Le CHF s'est temporairement raffermi en raison des incertitudes politiques en Europe à la suite des élections au Parlement européen en juin, avant que la BNS n'abaisse ses taux pour la deuxième fois en trois mois. L'EUR s'est ainsi apprécié de 3,7% par rapport au CHF au cours du premier semestre.

## Situation macroéconomique en bref

Croissance	2023	2024 (Prévisions)	Taux de chômage	2023	2024 (Prévisions)
Suisse	0.8	1.3	Suisse	2.0	2.3
USA	2.5	2.3	USA	3.6	4.0
Zone euro	0.5	0.7	Zone euro	5.7	6.0
Chine	5.2	4.9	Chine	7.7	7.4

Inflation	2023	2024 (Prévisions)	Taux directeurs	2023	2024 (Prévisions)
Suisse	2.1	1.4	Suisse	1.25	1.00
USA	4.1	3.1	USA	5.50	5.05
Zone euro	5.4	2.4	Zone euro	4.50	3.35
Chine	0.2	0.6			

Source : Bloomberg; estimations du consensus au 30.06.2024; données exprimées en %

# Marchés des actions sélectifs et écart de rendement croissant entre les obligations

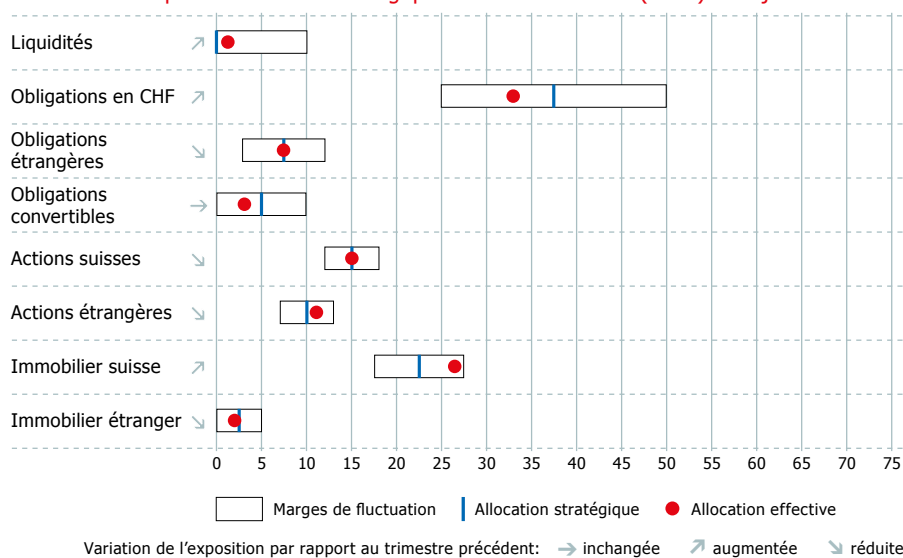
Actions défensives et petites et moyennes capitalisation ont été globalement confrontées à des vents contraires. Bien présentes dans nos portefeuilles, elles n'ont donc pas apporté de contribution positive.

Dans le segment des placements à revenu fixe, l'écart de rendement entre les obligations en devises étrangères et celles en CHF est resté très important. L'écart de taux entre l'USD et le CHF s'est encore creusé et a renchéri les coûts de couverture, ce qui a pesé sur la performance des obligations en devises couvertes. Les obligations des pays émergents et les emprunts libellés en monnaies étrangères ont profité tant de la diminution des primes de risque de crédit que du raffermissement du dollar. Les placements immobiliers cotés ont été soumis à une forte volatilité au deuxième trimestre. L'indice SXI Real Estate Funds TR a connu une correction marquée et ne s'est redressé qu'après la baisse des taux d'intérêt de la BNS. En fin de semestre, il affichait une plus-value de 4,9%. L'ajout de ce segment à nos portefeuilles s'est avéré payant et ces derniers ont largement surperformé l'indice CAFPP (+0,78%).

## Appréciation du marché et positionnement

La conjoncture semble se stabiliser en Suisse et dans la zone euro, mais les impulsions de croissance durables font toujours défaut. Aux USA, les indicateurs conjoncturels avancés signalent un affaiblissement de l'économie jusqu'ici plutôt robuste. La révision à la baisse

Allocation tactique vs allocation stratégique MIXTA OPTIMA 25 (en %) à fin juin 2024



des prévisions d'inflation dans le monde entier permet désormais aux banques centrales de réduire leurs taux directeurs. Pour le moment, nous comptons toutefois encore avec le maintien d'un niveau de taux d'intérêt restrictif. Nous nous attendons à de nouvelles turbulences sur les marchés boursiers. Les niveaux de valorisation élevés et la forte concentration du marché sur quelques valeurs technologiques, en particulier aux USA, incitent à la prudence. La vague d'euphorie pour l'IA a vraisemblablement conduit à des exagérations. Pour des considérations liées au risque, nous conservons donc un positionnement légèrement plus défensif dans nos portefeuilles. Notre pondération des actions reste neutre, mais nous y ajoutons des produits axés sur la volatilité à des fins de diversifi-

cation. Pour des raisons de valorisation, nous maintenons également nos engagements en petites et moyennes capitalisations. Ces titres présentent une décote historiquement élevée par rapport aux grandes capitalisations.

## BNS : l'assouplissement se poursuit

Après la récente baisse des rendements, les obligations en CHF ne sont plus guère attrayantes. C'est pourquoi nous avons légèrement réduit la durée des obligations en CHF en juin, ceci en prenant nos bénéfices dans le segment de la dette domestique. Nous maintenons nos positions en obligations de pays émergents en monnaie locale et en emprunts municipaux américains. Les placements à revenu fixe sont globalement sous-pondérés.

## Fonds immobiliers : creux atteint

Le marché immobilier suisse profite de la baisse des taux directeurs. Le marché du logement locatif est confronté à une demande excédentaire croissante de nature structurelle, ce qui devrait constituer un soutien pour les prix. En tant que segment de marché précurseur, l'indice SXI Real Estate Funds affiche déjà une tendance positive, avec une hausse des cours de 5,4% depuis le début de l'année.

## Aperçu des performances MIXTA OPTIMA à fin juin 2024

Catégorie I, nette de frais

	YTD	2023	3 ans*	5 ans*	10 ans*
<b>MIXTA OPTIMA 15**</b>	2.53 %	4.32 %	-0.90 %	0.88 %	2.03 %
<b>MIXTA OPTIMA 25</b>	3.42 %	4.02 %	-0.49 %	1.68 %	2.98 %
<b>MIXTA OPTIMA 35</b>	4.24 %	4.45 %	-0.53 %	2.02 %	3.25 %
<b>Pictet LPP 25 (2000)</b>	5.16 %	6.71 %	-1.15 %	0.79 %	2.20 %

\*annualisée \*\*Catégorie II

# Petites et moyennes capitalisations européennes : des opportunités de placement intéressantes

Les perspectives de croissance économique se sont assombries en Europe. Les politiques monétaires strictes suivies depuis quelques années, les incertitudes politiques et les troubles géopolitiques dans le monde pèsent sur l'environnement macroéconomique tant dans la zone euro qu'à l'extérieur. Le faible taux d'utilisation des capacités de production en comparaison historique a en outre entraîné un durcissement de la concurrence et des pressions sur les prix. La différenciation des produits et le pouvoir de fixation des prix sont désormais cruciaux pour préserver la rentabilité des entreprises.

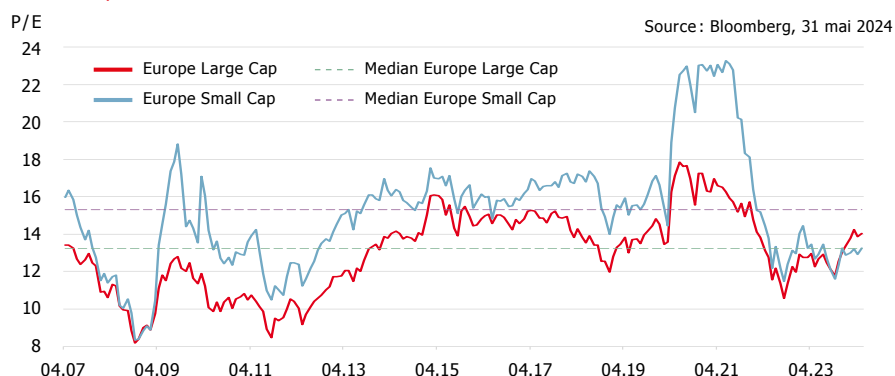
## L'Europe valorisée avantageusement

En raison des conflits en Ukraine et au Proche-Orient, la demande demeure extrêmement volatile dans de nombreuses branches en Europe. Cette situation se reflète dans les valorisations des entreprises, en particulier par rapport au marché américain, qui se négocie actuellement avec une prime de près de 50 % par rapport à l'Europe. Les petites et moyennes capitalisations américaines ne présentent pratiquement plus d'agio par rapport aux rendements obligataires à dix ans (Earnings-Yield vs Bond-Yield), alors que la prime de leurs soeurs européennes atteint 4,5 %. Les petites et moyennes capitalisations européennes sont valorisées avantageusement non seulement en comparaison internationale. Du fait de leur potentiel de croissance plus intéressant à long terme, elles se négociaient ces 20 dernières années avec un ratio cours-bénéfice supérieur d'environ 15 % à celui des grandes capitalisations, contre une décote de 6 % aujourd'hui.

## S&P P/E premium vs Europe



## Forward P/E



## Innovation, agilité et focalisation

Outre l'innovation et l'agilité, des modèles d'entreprise convaincants, des avantages concurrentiels durables et des offres de produits différenciées sont essentiels pour le succès des PME et leur accession à une position dominante. Leur focalisation leur confère un pouvoir de fixation des prix qui leur permet de rester rentables. D'autres facteurs de succès sont l'identification des tendances à long terme (par exemple la numérisation, l'efficacité énergétique, le vieillissement de la population), la fourniture de solutions et l'ajustement conséquent de la stratégie d'entreprise. En tant que placements satellites apportant un effet de diversification, les petites et moyennes capitalisations ont leur place dans tout portefeuille d'actions orienté long terme. Au vu de leur valorisation, le moment semble particulièrement opportun pour s'engager.

## Conclusion

Les indicateurs économiques avancés anticipent certes une détérioration de l'environnement économique. Par le passé, une telle constellation n'a toute-

fois pas empêché certaines petites et moyennes capitalisations de générer des rendements attrayants. Le ralentissement de la demande se traduit généralement par des capacités excédentaires et une diminution des marges des entreprises de taille moyenne. Les entreprises de premier plan qui disposent d'un pouvoir de fixation des prix et se concentrent sur des thèmes de croissance à long terme ont toutefois toujours été en mesure de créer de la valeur actionnariale. Actuellement, ce potentiel est particulièrement convaincant pour les petites et moyennes capitalisations européennes, surtout par rapport au marché américain désormais très cher.



IST Situation conjoncturelle  
Edition juillet 2024

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](http://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.