



# Boussole

4<sup>ème</sup> trimestre 2023

---

L'engouement pour l'IA éloigne les  
craintes de récession

---

Le succès de la politique anti-inflation  
de la BNS

---

Immobilier et obligations suisses

---

# L'euphorie liée à l'IA dope les marchés d'actions

En raison de la prédominance de poids lourds défensifs, comme Nestlé, Novartis et Roche, les actions suisses ont souffert en 2023, alors que les méga-capitalisations américaines ont tiré le marché vers le haut. Les investisseurs institutionnels qui, par rapport aux indices de référence, étaient sous-pondérés en méga-caps ont été contraints d'acheter des actions technologiques, ce qui a renforcé la pression à la vente sur les secteurs défensifs. La faiblesse inattendue de l'inflation et les charges d'intérêts, pour l'instant encore supportables pour les entreprises, ont donné un élan supplémentaire aux actions. Si les taux d'intérêt restent élevés, les nouveaux emprunts coûteront beaucoup plus cher. Contrairement à la situation dans la zone euro et aux États-Unis, l'inflation est sous contrôle en Suisse. Une politique monétaire et budgétaire circonspecte protège d'une surstimulation. Les hausses de loyers attendues pourraient toutefois avoir un impact négatif sur l'inflation. Face à cette problématique, la Banque nationale suisse (BNS) peut intervenir sur le marché des changes au lieu de relever les taux. Malgré les critiques, la BNS conserve sa crédibilité et contrôle les anticipations inflationnistes en Suisse. Le marché immobilier suisse reste robuste, la demande étant soutenue par l'immigration et l'évolution démographique. Certes, les fonds immobiliers ont subi de grosses pertes de cours en raison des primes excessives et des hausses de taux. Mais les résultats opérationnels devraient nettement s'améliorer à moyen terme, si bien que les baisses actuelles offrent des opportunités d'achat.

La Fed n'a pas encore terminé son travail

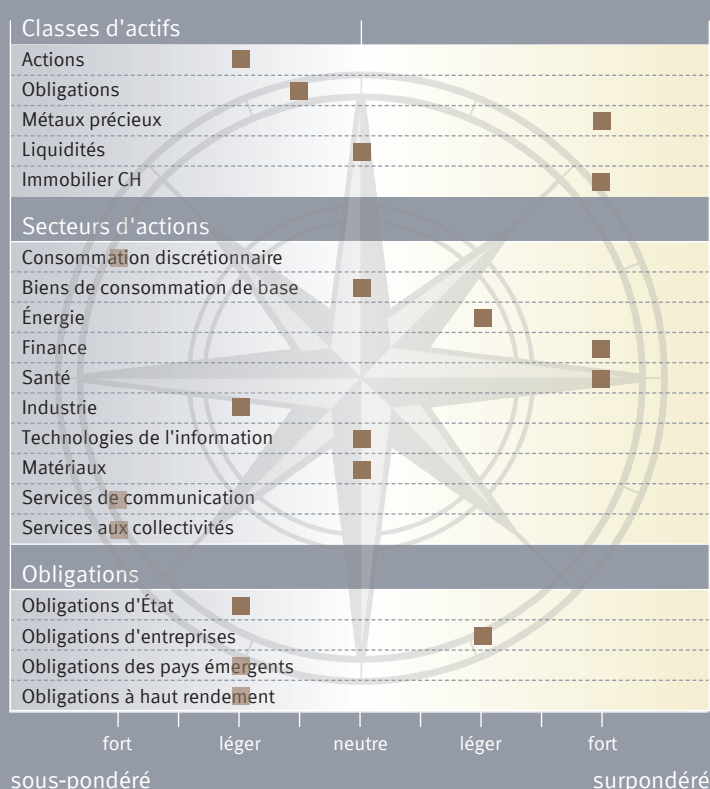
Durant l'année en cours, les chiffres de l'inflation, plus bas que prévu, et les surprises plutôt positives en matière de croissance ont offert un solide soutien aux marchés d'actions. Bien que le spectre d'une récession se soit éloigné, un atterrissage en douceur ne suffira pas, selon nous, à maîtriser l'inflation. Nous maintenons donc la légère sous-pondération des actions.

Depuis janvier, ce sont surtout les actions technologiques qui ont profité de l'euphorie autour de l'intelligence artificielle (IA). Une rotation sectorielle s'est toutefois produite ces deux derniers mois : les secteurs des biens de consommation de base, de l'énergie, de la finance et de la santé ont repris des forces, alors que les anciens gagnants se sont affaiblis. En raison du ralentissement escompté de la conjoncture, nous conservons notre positionnement défensif sur les actions.

Malgré la hausse des taux d'intérêt réels, nous maintenons la surpondération tactique de l'or en raison de ses avantages pour un portefeuille, des craintes géopolitiques persistantes et des inquiétudes croissantes sur le plan macroéconomique.

La surpondération de l'immobilier suisse demeure inchangée. Depuis le début du cycle de hausse des taux, les fonds immobiliers, en particulier, ont subi une violente correction et se négocient en partie avec une importante décote par rapport à leur valeur nette d'inventaire.

Répartition des actifs : recommandation au 1<sup>er</sup> octobre 2023 (monnaie de référence CHF)

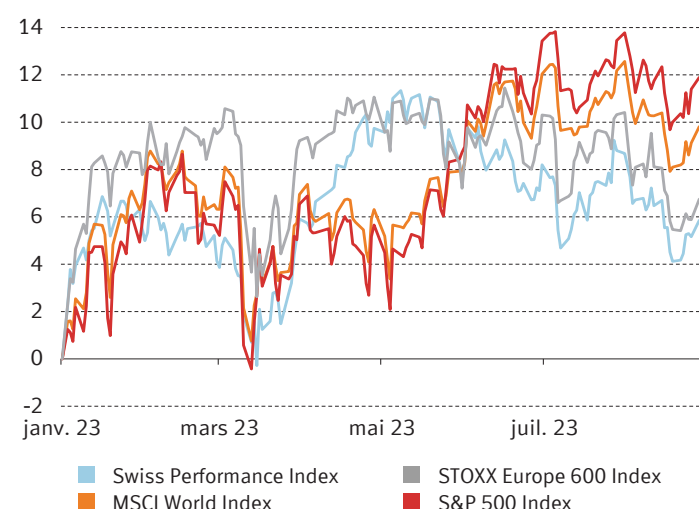


# Actualités :

## L'engouement pour l'IA éloigne les craintes de récession

### Actualités 1 :

Performance depuis le début de l'année en CHF (pourcent)



### L'euphorie liée à l'IA laisse le SPI sur la touche

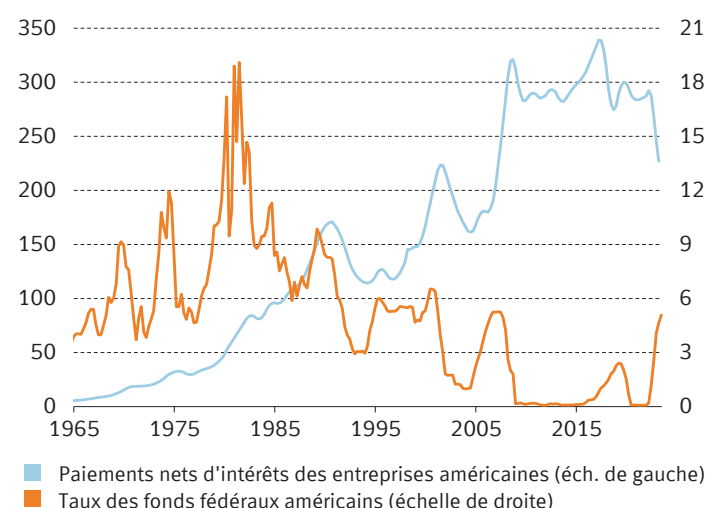
Les actions suisses ont connu une évolution défavorable depuis janvier. La prédominance de Nestlé, Novartis et Roche confère au SPI un caractère très défensif, avec une pondération de 35 % dans la santé et de 21 % dans la consommation de base. Ces secteurs ont pâti de l'engouement suscité par l'IA et de la forte demande en résultant pour les mega-caps américaines des technologies de l'information. Leur surperformance a été renforcée par le fait que de nombreux investisseurs institutionnels étaient nettement sous-pondérés dans ces titres par rapport aux indices de référence. Cette sous-pondération a augmenté en 2023 en raison de l'évolution des cours. Pour limiter les écarts par rapport aux indices, les investisseurs ont dû effectuer des achats, ce qui a accru la pression à la vente sur les secteurs défensifs.

### Actualités 2 :

Milliards d'USD

Source : FRED

Pourcent

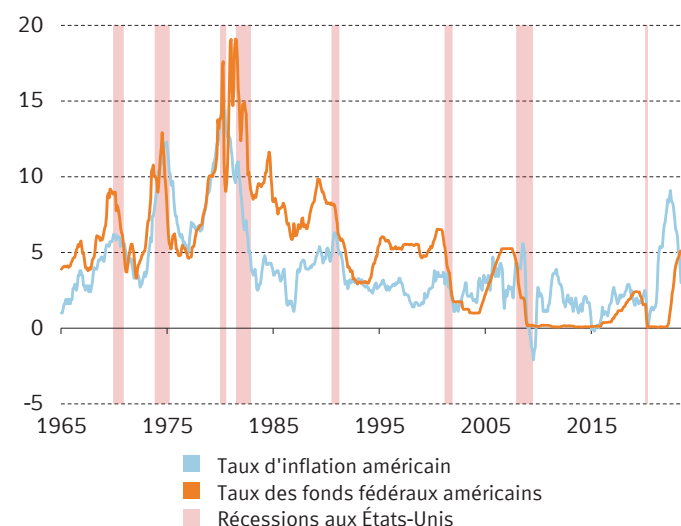


### La dette pourrait bientôt coûter plus cher

La frénésie engendrée par l'IA n'explique pas à elle seule le rallye des actions, qui a aussi été alimenté par la faiblesse de l'inflation et la croissance de l'économie. Jusqu'au printemps, les prix à la consommation ont augmenté plus fortement que les salaires nominaux, d'où des marges bénéficiaires plus élevées pour les entreprises. Paradoxalement, les hausses de taux ont aussi eu un effet positif, beaucoup d'entreprises ayant profité des baisses de taux durant la pandémie pour allonger la maturité de leur dette. Elles gagnent désormais de l'argent avec leurs liquidités, alors que les taux n'augmentent guère côté passif. Si la phase de taux élevés perdure, la tendance baissière de la charge d'intérêts pourrait vite s'inverser, car prolonger des emprunts à taux bas échus coûtera plus cher.

### Actualités 3 :

Pourcent



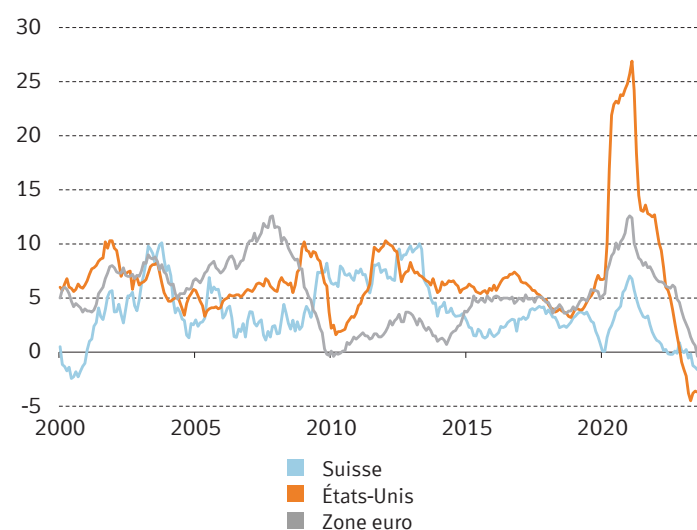
### Les investisseurs anticipent un « soft landing »

Nous sommes surpris par l'optimisme des analystes actions qui, pour le marché d'actions global, prévoient une croissance des bénéfices de 8,5 % en 2024, voire de 11,5 % par la suite. Même si ces prévisions optimistes se confirment, nos modèles montrent que les actions sont déjà évaluées à des niveaux très élevés. Les investisseurs obligataires s'attendent, quant à eux, à ce que la Fed et la BCE abaissent leurs taux directeurs d'ici fin 2024 de plus de 0,75 %, respectivement de 0,25 %. Les marchés anticipent donc un atterrissage en douceur presque parfait. Dans un tel scénario, l'économie mondiale ne plongerait pas dans une profonde récession, mais ralentirait assez pour que l'inflation se normalise. La vis monétaire pourrait donc être desserrée l'année prochaine. À noter que les gardiens de la monnaie n'ont à ce jour jamais réussi une telle prouesse, comme le montre le modeste bilan de la Fed à ce sujet.

# Principales tendances : Le succès de la politique anti-inflation de la BNS

## Principales tendances 1 :

Croissance annuelle de la masse monétaire en pourcent



## Un îlot de stabilité des prix

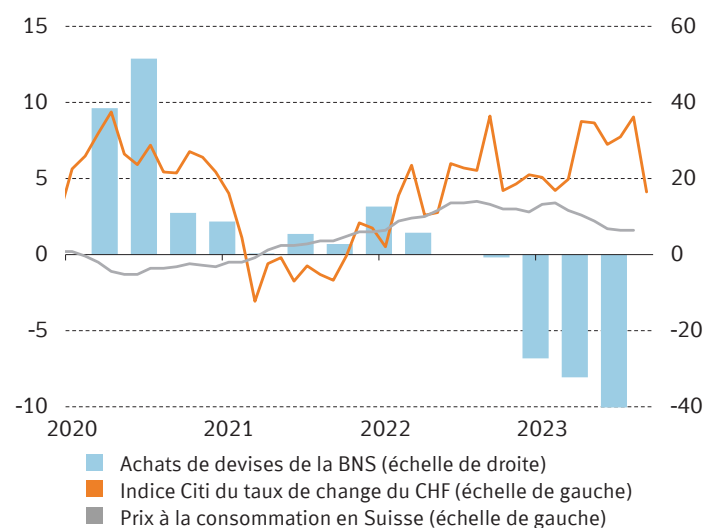
Contrairement à la zone euro et aux États-Unis, l'inflation est bien maîtrisée en Suisse. L'attrait de la place économique assure un afflux régulier de main-d'œuvre en provenance des pays voisins, ce qui permet au marché du travail de rester compétitif et de freiner la croissance des salaires. Grâce à sa politique monétaire et budgétaire circonspecte durant la pandémie et la crise énergétique, la Suisse est aujourd'hui moins exposée aux conséquences d'une surstimulation de l'économie. À 1,5 % seulement, le dernier chiffre de l'inflation de base est toutefois un peu trompeur : il ne tient pas compte des hausses de loyers attendues à la suite du premier relèvement du taux de référence. Celui-ci est calculé à partir d'un panier d'hypothèques en cours et ne réagit donc qu'avec retard.

## Principales tendances 2 :

Source : BNS

Variation annuelle en pourcent

Milliards de CHF



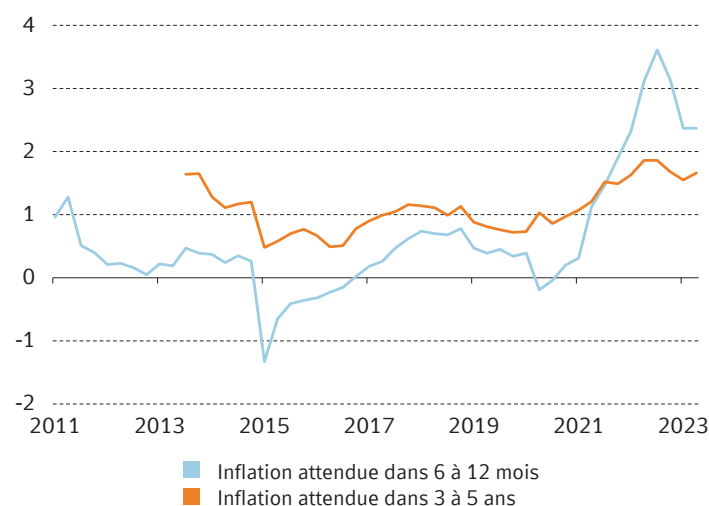
## Interventions effectives sur le marché des changes

Le couplage des loyers au taux hypothécaire de référence complique la politique monétaire de la BNS, dans la mesure où une politique de taux restrictive attise involontairement l'inflation avec un certain décalage. Si les loyers ne représentent que 19 % du panier-type de l'IPC, ils touchent de manière disproportionnée les bas revenus. Pour éviter une inflation trop forte des loyers, la BNS poursuivra sans doute ses interventions sur le marché des changes. Alors qu'elle avait acheté des devises en masse durant la pandémie pour affaiblir le franc suisse, la BNS a radicalement changé son fusil d'épaule mi-2022, réduisant au minimum l'inflation importée. Si l'inflation devait ne pas se normaliser dans la zone euro, la BNS disposerait de suffisamment de munitions pour continuer à soutenir le franc.

## Principales tendances 3 :

Source : BNS

Anticipations d'inflation suisse en pourcent



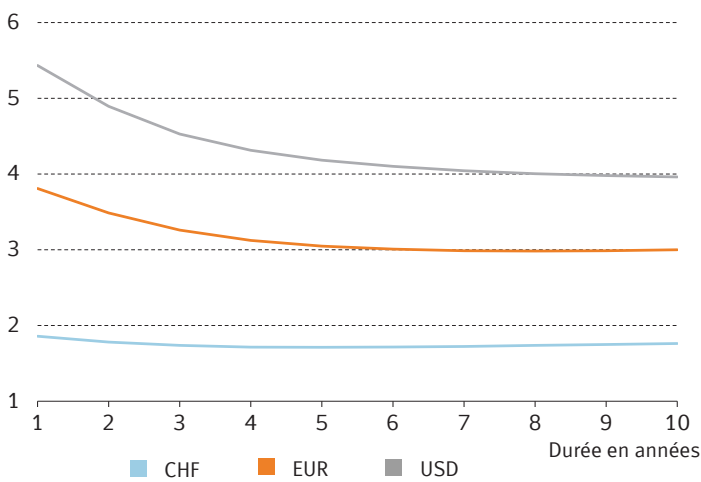
## Contrôle des anticipations inflationnistes

Même si elle est critiquée pour les pertes de change sur ses réserves monétaires, la Banque nationale suisse a dans l'ensemble fait du bon travail, et pas seulement dans sa lutte contre l'inflation. Grâce à la grande crédibilité de la BNS, les anticipations inflationnistes sont par ailleurs sous contrôle. S'il n'existe pas d'emprunts protégés contre l'inflation libellés en francs suisses, qui permettraient d'évaluer les attentes du marché concernant l'inflation, la BNS publie régulièrement dans son bulletin trimestriel les résultats des enquêtes réalisées auprès des entreprises. Ceux-ci montrent que les attentes inflationnistes à moyen terme n'ont jamais franchi la barre des 2 %. Seules les prévisions d'inflation à court terme se sont brièvement emballées en début d'année, avant de se normaliser de nouveau très vite.

# Connaissances & expériences : Immobilier et obligations suisses

## Connaissances & expériences 1 :

Taux d'intérêt du swap en pourcent

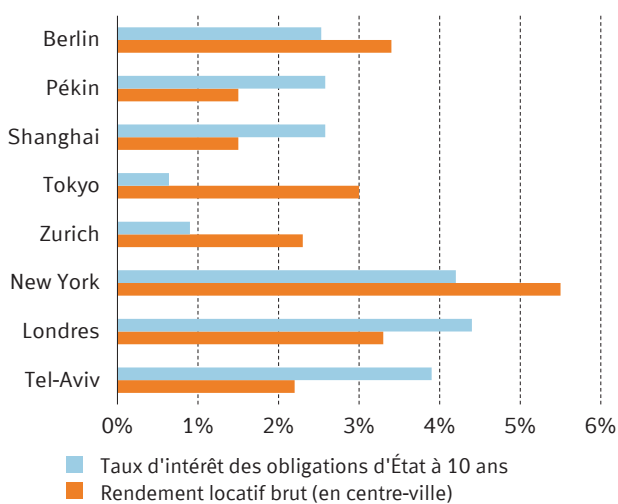


## Le potentiel du marché obligataire suisse

Compte tenu des attentes inflationnistes solidement ancrées et des hausses de taux, les chances sont bonnes de réaliser des rendements réels positifs sur les obligations en CHF. Bien que le niveau des taux semble modeste en comparaison internationale, les obligations d'entreprises de premier plan offrent, selon nous, un potentiel de rendement intéressant. Si l'inflation ne diminue pas, la BNS dispose d'un instrument alternatif grâce à ses réserves en devises et ne doit pas forcément resserrer la vis monétaire. La courbe des taux n'étant pas inversée, les obligations à long terme sont attrayantes. Pour les investisseurs suisses, les emprunts à faible coupon émis durant la phase de taux bas sont intéressants, leurs rendements à l'échéance provenant surtout des gains en capital exonérés d'impôt.

## Connaissances & expériences 2 :

Source : numbeo.com



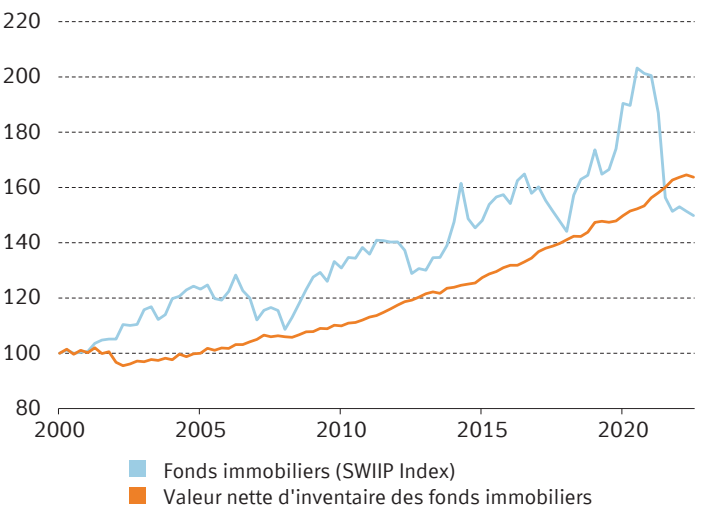
## La solidité du marché immobilier primaire

Le marché immobilier suisse se montre solide, même en période difficile. L'immigration, les restrictions en matière de densification de l'habitat et l'évolution démographique expliquent l'excédent de demande, surtout dans les centres et les agglomérations. Malgré une longue phase de taux négatifs, les hausses de prix sont restées limitées. D'une part, les conditions de financement restrictives de la propriété du logement sont garantes de stabilité. D'autre part, les investisseurs (particuliers, caisses de pension, assurances, sociétés immobilières) effectuent toujours leurs transactions dans une optique de rendement et non de spéculation. Les loyers étant supportables comparés au revenu moyen, la marge de manœuvre est suffisante pour répercuter la pression des taux et de l'inflation, plus basse qu'à l'étranger.

## Connaissances & expériences 3 :

Source : SFP Group

Performance indexée en CHF



## La valorisation avantageuse des fonds immobiliers

Les fonds immobiliers ont beaucoup souffert. Faute d'alternative, les taux négatifs ont entraîné des primes excessives par rapport aux valeurs nettes d'inventaire. Depuis début 2022, les cours ont chuté de 17 % et les fonds se négocient en partie avec de grosses décotes. Les ventes ont surtout touché les fonds avec un endettement variable élevé, la hausse des taux se répercutant directement sur les coûts. Alors que les baux commerciaux sont rapidement alignés sur l'inflation, les premières hausses de loyers n'interviendront qu'en octobre pour la moitié des objets d'habitation. Elles se généraliseront en 2024 du fait du relèvement du taux de référence. Les résultats opérationnels s'amélioreront donc à moyen terme. Malgré un endettement plus élevé, les actions immobilières s'en sont mieux tirées grâce aux poids lourds de l'indice (SPS et PSP), considérés comme des valeurs refuges par les investisseurs européens.

Les cours utilisés dans notre analyse sont les cours de clôture de la période examinée. Les chiffres sur lesquels se basent nos modèles d'évaluation sont des estimations qui se rapportent à des dates précises et qui, à ce titre, comprennent des risques. Ils peuvent être révisés à tout moment sans avis préalable. L'utilisation de modèles d'évaluation n'exclut pas le risque de ne pouvoir faire d'estimations justes sur une période de placement déterminée. L'évolution des cours est influencée par un nombre élevé de facteurs. Des changements imprévisibles peuvent résulter, par exemple, de développements technologiques, d'activités affectant l'ensemble de la conjoncture, de fluctuations des taux de change ou de modifications des valeurs sociales. Notre exposé des méthodes d'évaluation et des facteurs de risque ne prétend pas être exhaustif.

Les Fils Dreyfus & Cie SA publie la Boussole quatre fois par an depuis juin 2008. Destinée à la clientèle de la banque et à toutes les personnes intéressées, cette publication présente de façon concise les instruments et les méthodes utilisés par la banque pour suivre l'évolution des marchés financiers. Un descriptif du processus d'investissement est disponible auprès de votre conseiller clientèle ou sur le site Internet. La Boussole est un outil d'information mais ne saurait se rapporter à la situation individuelle d'un portefeuille. Ce document sert à des fins d'information et de publicité.

© Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers

Date de clôture de la rédaction : 29 septembre 2023

Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers  
Aeschenvorstadt 16 | Boîte postale | 4002 Bâle | Suisse  
Téléphone +41 61 286 66 66

[contact@dreyfusbank.ch](mailto:contact@dreyfusbank.ch) | [www.dreyfusbank.ch](http://www.dreyfusbank.ch)