



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
MARS 2023

SOMMAIRE

MARS 2023

1. Editorial

Pas si vite...

2. Marchés de taux

Désinflation transitoire.

3. Marchés actions

« Good news is bad news ! »

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

PAS SI VITE...

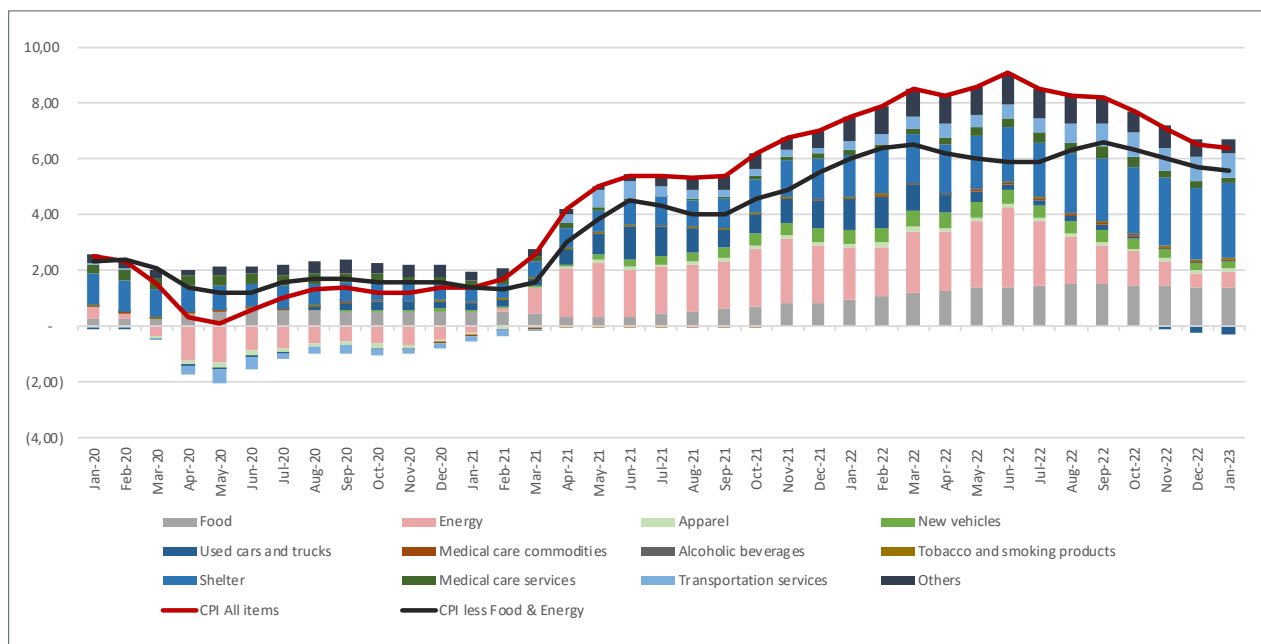
Après le fort rebond du mois précédent, les marchés financiers marquent le pas en février dans un mouvement de consolidation qui épargne peu de classes d'actifs. Cette situation n'est pas sans faire écho au message de prudence délivré le mois passé face à la rapidité du rebond. Tristement, février 23 marque également l'anniversaire de l'invasion russe en Ukraine : Une « opération spéciale » qui ne devait durer que quelques semaines et qui est aujourd'hui une guerre qui dure depuis plus d'un an et dont personne ne se risquerait à prédire la fin.

À l'origine de revirement des marchés, on trouve encore une fois le sujet de l'inflation. On la croyait en voie de rémission après plusieurs mois de désinflation, mais la publication d'un indice des prix à la consommation à 6.5% quasi inchangé par rapport au mois passé atteste que la décrue sera lente.

Il faut dire que l'essentiel de la désinflation est venu de l'énergie et des produits agricoles (cf. graphique 1), où les gains marginaux deviennent plus difficiles à atteindre. À l'inverse et cela malgré les nombreux relèvements de taux décidés par la Réserve Fédérale, la hausse des prix peine à décélérer dans le secteur des services. Avec plus de 500 000 emplois créés et un taux de chômage qui tombe à un plus bas historique de 3.4%, les pressions salariales demeurent bien ancrées et contribuent à la hausse des prix. Enfin, malgré la flambée des taux hypothécaires et le recul des transactions (en baisse de 36% sur un an glissant), les prix dans le secteur immobilier ne flanchent pas et la pression sur les loyers résultante des difficultés d'accès à la propriété continue de se traduire par la hausse de la composante immobilière dans l'inflation.

Avec une économie toujours « hot », les marchés prêtent une oreille plus attentive au discours de la

G1 : US CPI ET SES PRINCIPALES COMPOSANTES



Source: Source BLS, Banque Eric Sturdza, Janv. 20 à Janv. 23

FED et réalisent enfin que le mouvement de hausse des taux courts n'est peut-être pas encore fini et que leur décrue prendra certainement plus de temps qu'anticipée il y a quelques semaines encore. Dans ce contexte, le taux du 10ans reprend un peu plus de 40 points de base sur le mois pénalisant les investisseurs qui ont repris de la duration trop tôt, le Dollar se renforce de nouveau avec une FED plus hawkish et les actions américaines consolident très légèrement. Ces dernières continuent d'ailleurs plutôt de sous-performer dans ce mouvement de consolidation les grands indices mondiaux que sont le STOXX600, le SPI, le FTSE100 et le TOPIX. Parmi les raisons permettant d'expliquer cette tendance, on peut citer quelques facteurs clés: 1- la décrue importante des prix du gaz et ses effets collatéraux positifs en Europe, 2- des niveaux de valorisation raisonnables en Zone Euro, Royaume Uni et Japon et 3- le positionnement relativement léger des investisseurs mondiaux sur ces zones.

Encore une fois, l'exception demeure les actifs chinois. Après trois mois d'un violent repricing et d'une hausse conséquente qui avait suivi la décision des autorités chinoises d'alléger considérablement la politique zéro-Covid, le marché chinois en février se replie – plus fortement le marché offshore (Hong Kong, ADRs) que le marché domestique (titres A) et le Yuan se déprécie quelque peu et revient sur son niveau de début d'année contre USD. Si la correction sur les actions chinoises en février est violente -10% pour le MSCI China, elle est à mettre en perspective avec la hausse connue entre novembre 22 et janvier 23 (+52%). Elle vient nous rappeler que la réouverture et reprise économique chinoise ne sont pas linéaires et peuvent être source de volatilité en particulier dans un contexte où les tensions entre américains et chinois demeurent vives comme l'épisode du ballon « espion » nous le rappelle.

Si l'environnement pour investir semble plus favorable après le repricing de 2022, le mois de février nous rappelle que la prudence reste de mise, en particulier dans un contexte macro-économique fragilisé par une inflation persistente et par un conflit russo-ukrainien qui s'éternise. L'année 2023 devrait demeurer volatile et les épisodes de correction pourraient être l'occasion d'un repositionnement sélectif en particulier pour l'investisseur qui aurait manqué le rallye haussier du 4^e trimestre 2022.

2. MARCHÉS DE TAUX

DÉSINFLATION TRANSITOIRE.

Fed : abandon de la politique des petits pas ?

En début de mois, la Fed a validé la politique des petits pas en optant à l'unanimité pour une hausse de 25bp en ajoutant que plusieurs relèvements de taux seront nécessaires tandis que la BCE a enfin frappé fort avec une hausse de 50bp et en laissant entrevoir également une série de hausses de taux supplémentaires. Mais contre toute attente, ce sont les chiffres de l'emploi US qui sont apparus comme l'événement majeur de février. Avec plus de 500 000 créations d'emplois et un taux de chômage plongeant à 3.4%, l'économie américaine démontre une santé éclatante ! Les nombreuses et fortes hausses de taux de la Fed en 2022 n'ont eu aucun effet sur le taux de chômage.

Si la tendance actuelle se confirme, nous nous attendons à ce que la Fed (re)frappe fort et abandonne, au moins temporairement, sa politique de petits pas.

Le processus de désinflation marque donc un gros coup d'arrêt. Si la tendance actuelle se confirme, nous nous attendons à ce que la Fed (re)frappe fort et qu'elle abandonne, au moins temporairement, sa politique de petits pas à coups de hausses de 25 points de base à chaque FOMC. Alors +50bp le 22 mars ? C'est d'autant plus probable qu'historiquement, lors des périodes de désinflation, le Core PCE (indice d'inflation privilégié par la Fed) redescend 30% moins vite que le CPI (indice d'inflation regardé par les marchés et le grand public). Les Fed funds seront sans doute plus proches de 6% que de 5% dans quelques mois. Est-ce que l'économie US va pouvoir encaisser le choc ?

Le bull market de janvier a fait long feu

Si le taux directeur de la Fed passe au-dessus de 5.5%, faut-il réviser nos probabilités de récession ? La solidité de l'économie US sera mise à rude épreuve malgré la robustesse du marché du travail. Cela nous conduit à envisager la poursuite de l'inversion de la courbe des taux avec un 2 ans à la peine et un 10 ans sans doute de retour vers 4% ouvrant la voie à une inversion de 100bp.

Nous tirions la sonnette d'alarme en début d'année : les marchés de taux allaient trop vite et trop loin. Aujourd'hui, il est primordial de rester prudent, sauf si l'objectif est de construire des portefeuilles à échéance fixe. Dans un tel contexte, nous profitons de taux réels à 2 ans supérieurs à 2% dans une optique «buy and hold». Nous augmentons la durée des portefeuilles Core à dose homéopathique au fur et à mesure que les taux longs se tendent. Enfin, sur les marchés de crédits, nous sommes beaucoup plus attirés par la dette corporate en euros que par son homologue en dollars. La correction brutale de février, qui a réduit à néant les performances d'un très bon mois de janvier, présente deux avantages : elle offre une deuxième chance à ceux qui étaient encore massivement sous-pondérés en obligations fin 2022 et nous présente des opportunités très intéressantes, comme par exemple un portefeuille Investment Grade en euros à maturité de 3 ans offrant un rendement brut proche de 4%.

3. MARCHÉS ACTIONS

« GOOD NEWS IS BAD NEWS ! »

Après un mois de janvier dominé par un regain d'optimisme pour les marchés actions, le retour à la réalité semble s'amorcer. Mi-février, l'Eurostoxx 50 et le Nadsaq affichaient une performance annuelle similaire et impressionnante de près de 14 %, à la même période le S&P500 affichait +6.50 % et fin janvier le marché Chinois (valeurs listées à Hong Kong) rebondissait jusqu'à +12 % environ.

Il semblerait qu'une nouvelle phase de marché se profile... La volatilité regagne du terrain et le VIX se dirige à grande vitesse vers sa moyenne post-covid autour de 24% après avoir touché un point bas à 18% début février.

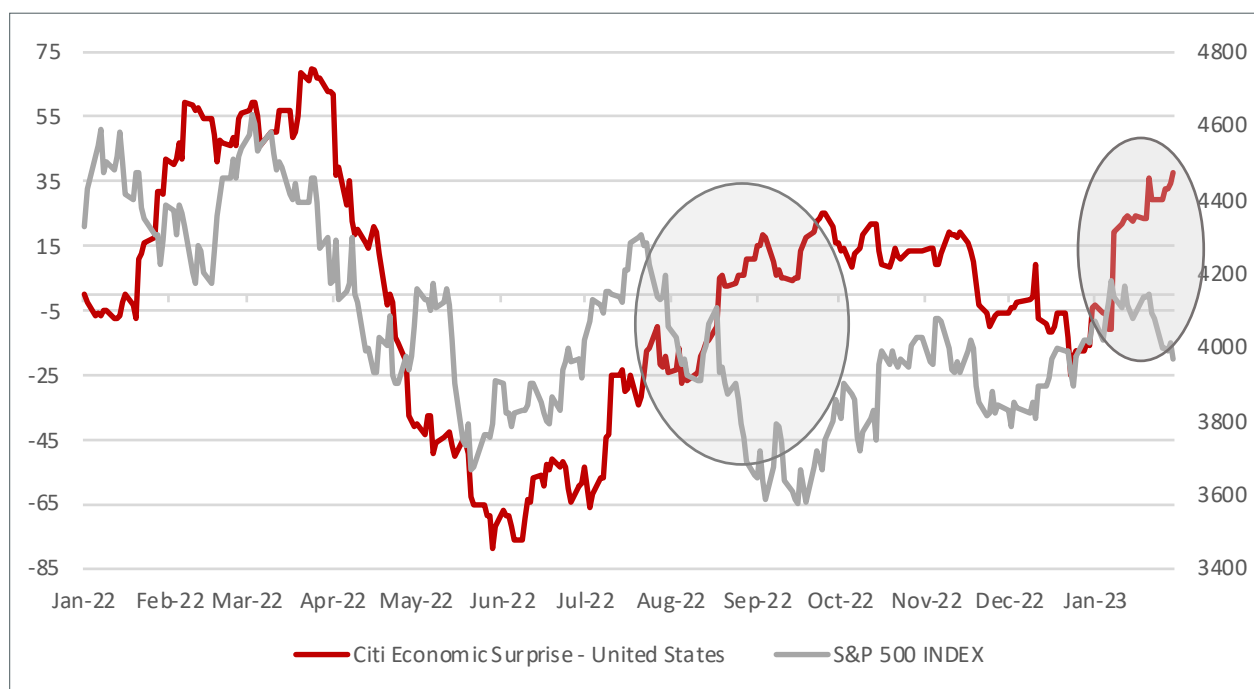
Les investisseurs se recentrent sur les données macro-économiques sur fond de discours toujours

très ferme de J. Powell. La résilience économique américaine adossée à un retour de l'inflation (en comparaison mensuelle) laissent présager une hausse plus forte que prévue des taux et entraîne le taux directeur maximal implicite vers un nouveau plus haut à 5.40 % à horizon été 2023.

Nous assistons donc naturellement au retour d'un mode de pensée où les bonnes nouvelles économiques sont désormais perçues comme mauvaises, surtout pour les actions, tant elles confortent la Banque Centrale américaine dans sa position belliciste actuelle.

En termes de résultats, près de 95 % des entreprises américaines ont déjà publié leurs résultats pour le dernier trimestre 2022. Les ventes ont été conformes aux attentes, mais elles avaient été fortement revues à la baisse pour 2022, et les bénéfices ont généralement surpris à la hausse (sauf dans le secteur de

G2: CITIGROUP ECONOMIC SURPRISES US VS. S&P500



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, janvier 22 à février 23

la communication, les sociétés de médias ou de télécommunications qui ont le plus souffert). En revanche les projections de bénéfices par action fragilisent le consensus qui continue de baisser. La performance cette année reste donc bien decorrélée des attentes de croissance bénéficiaire, à court terme en tout cas.

Emploi, inflation, croissance économique et ventes de détail sont annoncés au-dessus des attentes et contribuent largement à la hausse de l'indice de surprises économiques aux Etats-Unis (Citi Economic Surprise index). A l'automne 2022, le changement d'orientation de cet indice était concomitant à un mouvement de baisse du S&P 500 (cf. graphique 2).

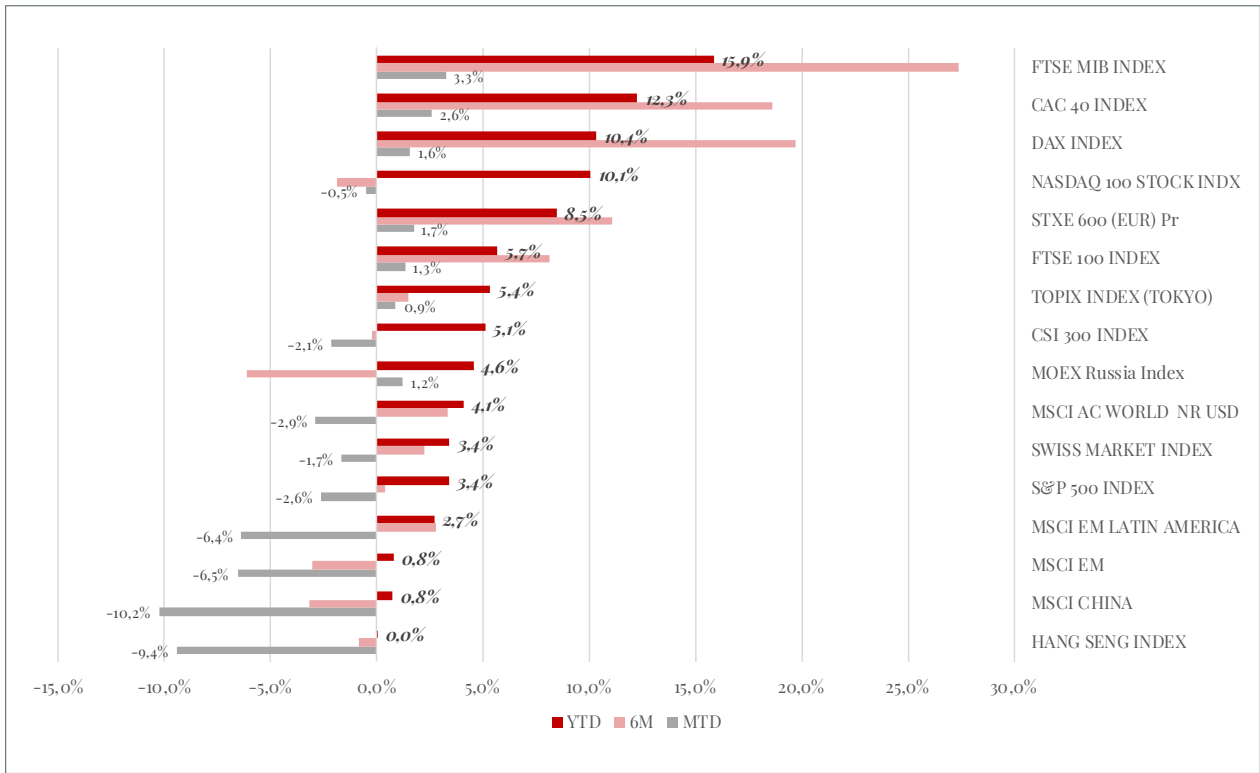
Du côté de l'Europe, le son des canons continue d'impacter les anticipations d'inflation (surtout énergétique) alors que l'Ukraine entre tristement dans sa deuxième année d'invasion par la Russie. La rhétorique est d'usage mais L'OTAN ne parvient toujours pas à convaincre Poutine de s'asseoir à la table des négociations. Le chef des armées Russes semble de plus en plus isolé, surtout lorsqu'il brandi la menace de l'utilisation de l'arme nucléaire. Un accord de paix entre Kiev et Moscou semble encore loin alors que les pays de l'Otan viennent de ratifier de nouvelles sanctions à l'égard du Kremlin et renforcent leurs soutiens militaires et économiques au président Zelenski.

La réouverture de la Chine et l'évitement d'une crise énergétique majeure cet hiver ont permis à l'économie européenne, comme nous l'anticipions, de fortement se redresser et aux surprises économiques de battre leur plein. Le CAC 40 franchi les plus hauts historiques en dépassant 7350 points à la bourse de Paris, porté notamment par le secteur du luxe et le fort rebond du secteur automobile (STXE Auto&Parts +18.9% YTD).

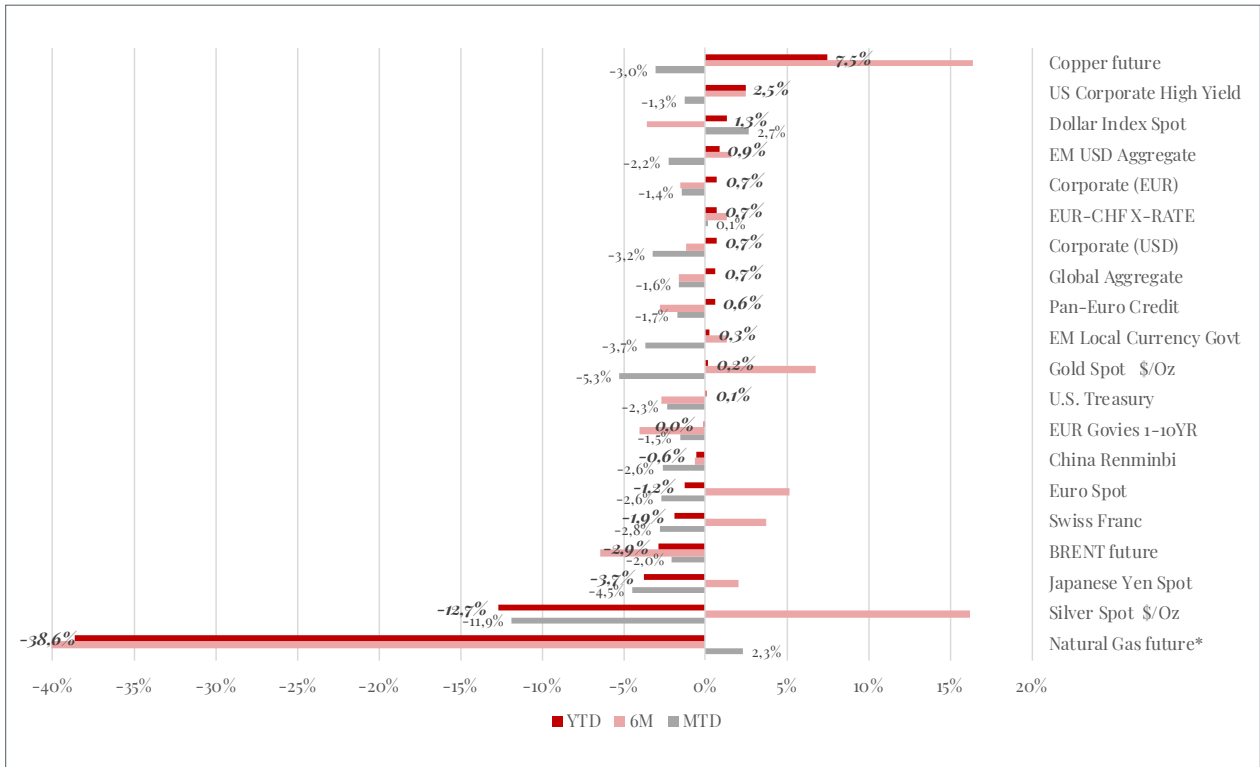
Dans ce contexte, la question d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine ou d'un scénario de récession resurgit, nous ne serions pas surpris de voir quelques prises de profits sur les actions et de voir démarrer une phase de consolidation sur les principaux marchés développés.

5. PERFORMANCES

PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIERES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 28/02/2023

Informations juridiques

Ce document vise à fournir des informations et des avis sur les sujets concernés. Il n'est destiné qu'à cette fin. Ce document ne constitue pas un conseil, une offre ou une sollicitation par la Banque Eric Sturdza S.A. ou au nom de la Banque Eric Sturdza S.A. d'acheter ou de vendre un instrument financier ou de souscrire à un instrument financier. Ce document ne contient aucune recommandation personnelle ou générique et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des besoins, ni des connaissances et de l'expérience de quel que destinataire que ce soit. Ce document ne contient aucune offre ou sollicitation d'achat ou de souscription de services financiers ou de participation à une stratégie financière dans une juridiction quelconque. Il ne constitue pas une publicité ou une recommandation d'investissement, ni la communication d'une recherche ou d'une recommandation stratégique. En outre, il est fourni à titre d'information et d'illustration uniquement et ne contient pas d'analyse financière. Ce document mentionne et présente des points de référence qui ne peuvent être utilisés qu'à titre de comparaison. Les informations fournies ne doivent pas être utilisées et ne doivent pas être la seule source, pour prendre une décision en matière d'investissements financiers. Il ne s'agit pas non plus d'un conseil juridique ou fiscal, ni d'une quelconque recommandation concernant un quelconque service financier et n'est pas destiné à constituer une quelconque base de décision pour un investissement financier. La Banque Eric Sturdza SA n'est pas responsable et ne peut être tenue pour responsable de toute perte résultant d'une décision prise sur la base des informations fournies dans ce document ou de toute responsabilité découlant de cette décision. Bien que toute la diligence adéquate ait été réalisée pour s'assurer de l'exactitude des informations contenues dans ce document au moment de leur publication, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude, leur exhaustivité ou leur fiabilité. Les informations fournies peuvent changer, même immédiatement après leur publication et il n'y a aucune obligation pour la Banque Eric Sturdza SA de fournir une nouvelle information à jour ultérieurement à la publication du présent document. En outre, les informations fournies dans ce document n'ont pas pour but de fournir toutes les informations légales nécessaires concernant les instruments financiers ou les émetteurs évoqués éventuellement dans le document. D'autres publications de la Banque Eric Sturdza SA peuvent, dans le passé ou à l'avenir, tirer des conclusions différentes par rapport aux informations contenues dans ce document. En outre, le présent document et les informations fournies n'engagent en aucune manière la responsabilité de la Banque Eric Sturdza S.A., de ses sociétés affiliées ou de ses employés.

Informations sur les risques

Les investissements sont soumis à divers risques. Avant de prendre une décision d'investissement ou de conclure une transaction, tout investisseur doit demander des informations détaillées sur les risques associés à sa décision d'investissement et à l'investissement financier envisagé. Certains types de produits comportent en général des risques plus élevés que d'autres, mais on ne peut pas se fier à des règles générales pour définir un risque spécifique lié à un certain type d'investissement. Il est rappelé que les performances passées ne sont pas une indication fiable des résultats futurs et que les rendements historiques et les performances passées, ainsi que les perspectives passées et futures des marchés financiers, ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures, des pertes importantes restant toujours possibles. La valeur de tout investissement dépend également du fait que la devise de base du portefeuille est différente de la devise de l'investissement soumis aux taux de change. Les taux de change peuvent fluctuer et affecter négativement la valeur de l'investissement lorsqu'il est réalisé et converti dans la devise de base du portefeuille.

Informations sur la distribution

Ce document n'est pas destiné à des juridictions spécifiques ou à une personne ou entité spécifique résidant dans une juridiction spécifique et ne constitue pas un acte de distribution, dans une juridiction où une telle publication ou distribution est contraire à la loi ou au règlement applicable ou serait contraire à toute exigence de licence obligatoire. Ce document est fourni pour le seul usage de son destinataire et ne doit pas être transféré à une tierce personne ou reproduit.

Nous rénovons notre siège social. Dans l'intervalle, nous sommes heureux de continuer de vous accueillir dans nos bureaux temporaires.

Contributeurs

Edouard Bouhyer CAIA, CIO

Marc Craquelin, Senior Advisor

Eric Vanraes, Responsable Gestion Taux

Pascal Perrone, Gérant senior obligataire

Jeremy Dutoit, Responsable Advisory

Achevé de rédiger le 26/02/2023

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch