



BANQUE  
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE  
MAI 2023

# SOMMAIRE

MAI 2023

## **1. Editorial**

Divergence croissante.

## **2. Marchés de taux**

Les taux Fed funds réels sont positifs.

## **3. Marchés actions**

Jusqu'ici tout va bien...

## **4. Allocation d'actifs**

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

## **5. Performances**

# 1. ÉDITORIAL

## DIVERGENCE CROISSANTE.

**Après un mois de mars chahuté, le bilan d'avril apparaît presque terne : les taux longs finissent inchangés à 3.52 % pour le 10ans américain, l'indice S&P500 et le Nasdaq100 digèrent leur hausse du début d'année.**

La relative quiétude des marchés financiers contraste avec les perspectives macros toujours peu réjouissantes. L'inflation demeure élevée aux Etats-Unis et en Zone Euro et le mouvement de désinflation observé depuis quelques mois résulte avant tout de la baisse du prix des matières premières énergétiques, comme en témoigne le croisement de l'indice américain des prix à la consommation hors énergie et alimentation (5.6 % en variation annuelle) avec celui de l'indice « headline » (5.0 %). Il n'en faut pas plus pour que les anticipations de marché quant à la politique de la FED ne change drastiquement : taux terminal du FED fund plafonné légèrement au-dessus de 5 % et premières baisses de taux attendues dès 2023. Le décalage entre le discours de la FED et les anticipations de marché a de quoi laisser perplexe.

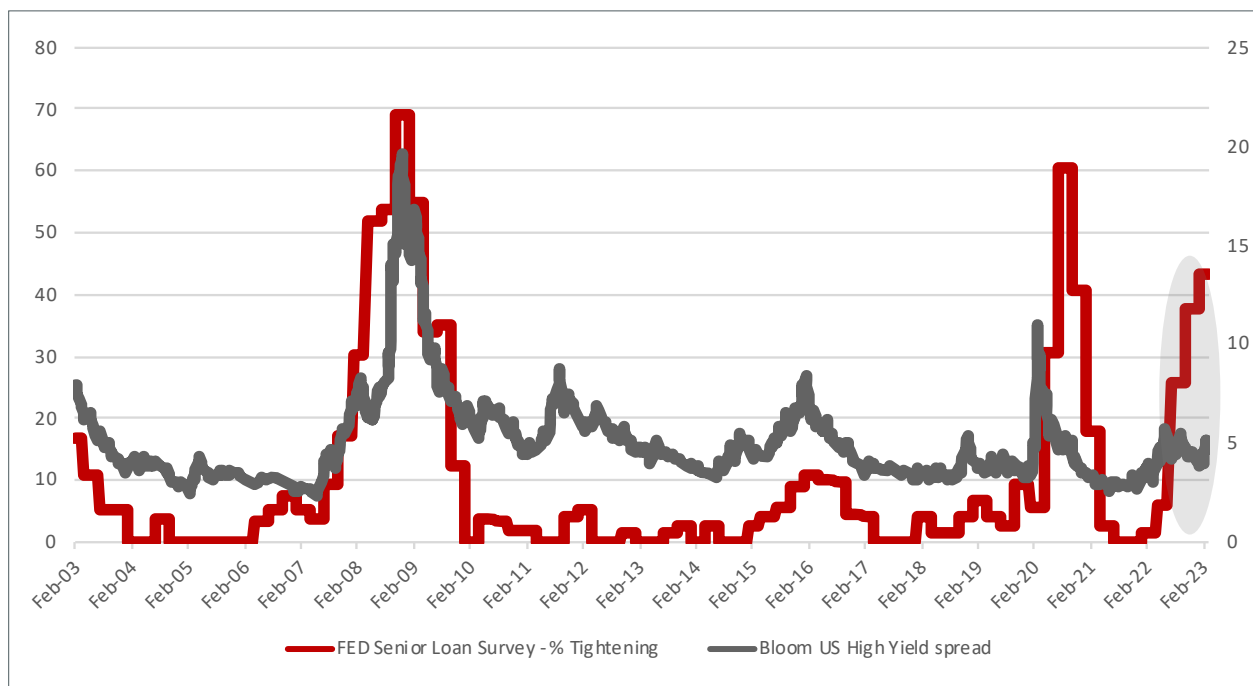
La saison des résultats qui a débuté il y a quelques semaines témoigne aussi d'un autre décalage. Certes, la plupart des sociétés affiche des résultats supérieurs aux attentes, mais tout ceci intervient alors que ces attentes ont été considérablement revues à la baisse. En anticipation des publications avec désormais un recul supérieur à 10 % des BPA attendu en 2023. Rien de bien enthousiasmant sur le plan des fondamentaux, eu égard également à la valorisation élevée du marché américain. Et pourtant... Avec une hausse supérieure à 20 %, le Nasdaq100 signe l'un de ses meilleurs débuts d'année. A y regarder de plus près, la progression est fragile : les 8 principales positions de l'indice représentent près

de la moitié de la capitalisation et expliquent près de 75 % de sa performance. Un tel phénomène de concentration – quoique à un degré moindre se retrouve également en Europe.

***La progression du Nasdaq 100 est fragile : Les 8 principales positions de l'indice expliquent près de 75% de sa performance.***

Enfin, il y a quelques semaines encore les faillites de Silicon Valley Bank et de Signature Bank ou bien le mariage précipité de Crédit Suisse ravivaient les craintes les plus folles sur le secteur bancaire. Entre temps, l'action des autorités, au premier rang desquelles se trouve la FED a permis de rassurer et d'éviter un « bank run » plus généralisé. Les Credit Default Swaps des grandes banques européennes – les primes pour se couvrir contre le risque de défaut d'un émetteur – ont continué de se comprimer et reviennent à la normale. Loin de faire face à une fuite des épargnants, JPMorgan, la principale banque américaine a indiqué avoir récolté près de \$50 mds de nouveaux dépôts sur le trimestre. Enfin, Unicredit a procédé au remboursement d'une de ses dettes AT1, un test grandeur nature pour cette classe d'actifs, dont peu espérait qu'elle se remette aussi rapidement du reset à « zéro » des 17 mds d'AT1 de Crédit Suisse. Là encore, le consensus de marché a évolué d'une crainte extrême à un optimisme béat. Si nous n'adhérions pas au scénario du pire le mois passé, nous ne tombons pas pour autant dans l'optimiste. D'ailleurs, la débâcle annoncée de First Republic Bank (FRC), là encore une banque avec plus de \$200 mds d'actifs au bilan, nous rappelle que la crise n'est pas finie et que le risque potentiel d'une récession qui résulterait d'un « credit crunch » et d'un renchérissement des conditions financières (cf. graphique 1) demeure bien réel.

## G1 : FED LOAN SURVEY – POURCENTAGE DE BANQUES INDIQUANT LEUR INTENTION DE RESSERRER LES CONDITIONS DE CRÉDIT VS SPREAD HIGH YIELD



Source: FED, Banque Eric Sturdza

**La divergence croissante entre les perspectives macro et micro-économiques et la réaction des marchés financiers ne peut qu'inciter à maintenir un biais prudent dans nos allocations : renforcement des axes de diversification, mise à profit de la baisse de la volatilité pour renouveler nos couvertures actions et maintien d'expositions équilibrées entre valeurs de croissance portées par la baisse des taux et d'autres moins sensibles à cette thématique.**

## 2. MARCHÉS DE TAUX

### LES TAUX FED FUNDS RÉELS SONT POSITIFS.

#### Fed : une ultime hausse le 3 mai ?

Les chiffres d'inflation PCE publiés fin mars sont sortis globalement en ligne avec les attentes, quoique légèrement inférieurs grâce aux révisions du mois précédent. Etant donné que ce fameux PCE est la statistique privilégiée par la Fed, attardons-nous quelques instants sur un PCE Deflator désormais à 4.2% (publié vendredi 28 avril) et un Core PCE à 4.6% : les Fed funds s'élevant à 4.75%-5% (4.875% milieu de fourchette) depuis le 22 mars, ils se retrouvent désormais en territoire positif en termes réels si nous prenons pour référence le core PCE. Cela signifie-t-il que nous sommes proches du taux terminal ? Nous nous en rapprochons inexorablement.

La poursuite de la réduction de la taille du bilan de la Fed rassure les marchés. Cela signifie que le recours au BTFP (Bank Term Funding Program) après la déroute SVB a été ponctuel. Ensuite, nous constatons que les marchés s'attendent à un pic de Fed funds (un sommet suivi d'une redescende proche) alors que, sauf accident dans le système financier, il faudrait s'attendre à un plateau de 9 à 18 mois avant d'envisager une baisse de taux. Si les marchés et les banquiers centraux ont raison et que l'incendie est maîtrisé après SVB et Credit Suisse, il n'y a aucune raison pour que la Fed rebaisse ses taux dans l'immédiat après avoir touché le point haut. Sauf si récession et credit crunch l'exigent.

#### Ne pas confondre hybride et hybride

L'embellie des marchés obligataires à risque ne remet pas en cause une approche prudente. Dans notre produit phare, la duration longue a été privilégiée au détriment des crédits high beta. L'inversion de la courbe des taux, mise à mal par la panique autour de la solidité des banques en mars, n'a toutefois pas disparu. Si la Fed ne signale pas clairement une pause dans sa politique restrictive début mai, la partie 2-5 ans de la courbe sera chahutée, le 30 ans beaucoup moins. Ce dernier devra tôt ou tard converger vers un niveau compatible avec un risque croissant de récession et de credit crunch.

***Si les marchés et les banquiers centraux ont raison, il n'y a aucune raison pour que la Fed rebaisse ses taux dans l'immédiat après avoir touché le point haut. Sauf si récession et credit crunch l'exigent.***

Nous avons toujours estimé que le plus gros frein au développement de la dette hybride corporate est la confusion avec la dette subordonnée bancaire. La débâcle du Credit Suisse aura au moins servi à quelque chose puisque tout le monde sait désormais faire la différence. En termes de comportement de marché, les hybrides ont souffert pendant 48 heures après le fameux dimanche noir qui a scellé l'absorption de Credit Suisse par UBS. Ensuite, une fois le bon grain séparé de l'ivraie, les hybrides ont rebondi fin mars et poursuivi leur progression en avril.

# 3. MARCHÉS ACTIONS

## JUSQU'ICI TOUT VA BIEN...

**Ce début d'année n'en finit pas de surprendre et ni la baisse des prévisions économiques, ni la baisse des prévisions de croissances des résultats des entreprises ni même les bouleversements géopolitiques actuels n'ont pour le moment eu raison de la résistance des marchés actions.**

Cette résilience est-elle inébranlable ?

D'abord il est important d'identifier les raisons qui pourraient expliquer cette situation.

La baisse très marquée des marchés en 2022, exagérée sur certaines actions a fait baisser les niveaux de valorisation à des niveaux historiquement bas en Europe et en Asie. Les valeurs du Nasdaq notamment ont largement sous performé le marché en 2022 et sont en forte hausse cette année (toutefois à nuancer tant l'indice est concentré sur quelques

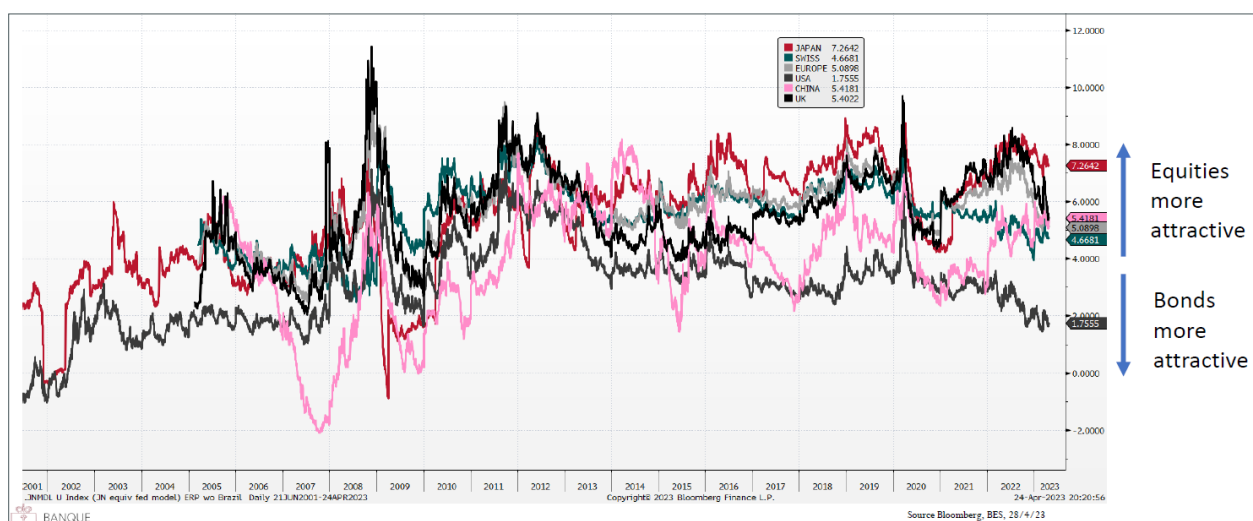
grandes valeurs). Nous observons donc un rattrapage sur une partie de la cotation.

De plus, la saison d'annonces des résultats du premier trimestre qui se déroule en ce moment même aux Etats-Unis ravive l'élan d'optimisme que l'on pourrait juger d'artificiel. En effet nombre d'entre elles avaient baissé les attentes afin de pouvoir surprendre positivement lors des publications.

La récente crise bancaire aux Etats-Unis laisse entrevoir une banque centrale moins agressive et donc une certaine accalmie sur les taux dollars. Du côté de l'Europe, la baisse de l'inflation est aujourd'hui visible même si l'inflation Core se situe à 5.7% et n'a pas encore trouvé de palier.

Certains indicateurs économiques sont rassurants. Les PMI Manufacturiers sont en baisses mais les Services qui représentent 2/3 du PIB européen sont en hausses et toujours en phase d'expansion. La re-

G2: «RENDEMENT ACTIONS» (INVERSE DU P/E) MOINS RENDEMENT OBLIGATAIRE (OBLIGATIONS D'ETAT À 10 ANS)



Source: Banque Eric Sturdza, Bloomberg

prise de la Chine profite également à de nombreuses entreprises du vieux continent et notamment celles du secteur du luxe.

En analysant de plus près la différence entre la prime offerte par les actions et les rendements obligataires, les actions ressortent devant dans de nombreuses régions du monde notamment au Japon, en Suisse, en Europe et en Chine. La situation est moins favorable à la classe actions aux Etats-Unis (cf. Chart G2). Mais par anticipation d'une baisse des taux à court/moyen terme et d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, et donc une révision possible légèrement haussière de la croissance des bénéfices, la situation pourrait devenir également favorable aux actions de ce côté du monde.

## Pour quelles raisons faut-il rester prudent ?

Sur le plan économique, des signaux de ralentissement plus marqués voir de récession aux Etats-Unis, pourraient raviver l'anxiété et inciter les investisseurs à prendre des profits sur des niveaux encore peu espérés il y a quelques mois en arrière.

Une inflation persistante au-dessus de 2%, qui baisse par palier et pourrait inciter la FED à augmenter les taux moins fortement certes mais sur une période plus longue d'attendue.

Du côté de la volatilité, le Move Index (volatilité implicite des options sur les bons du trésor) indique un stress plus important que le VIX (marché actions). La sensibilité des gérants obligataire est historiquement plus fine que celle des gérants actions laissant présager un retour de la volatilité sur le marché des actions.

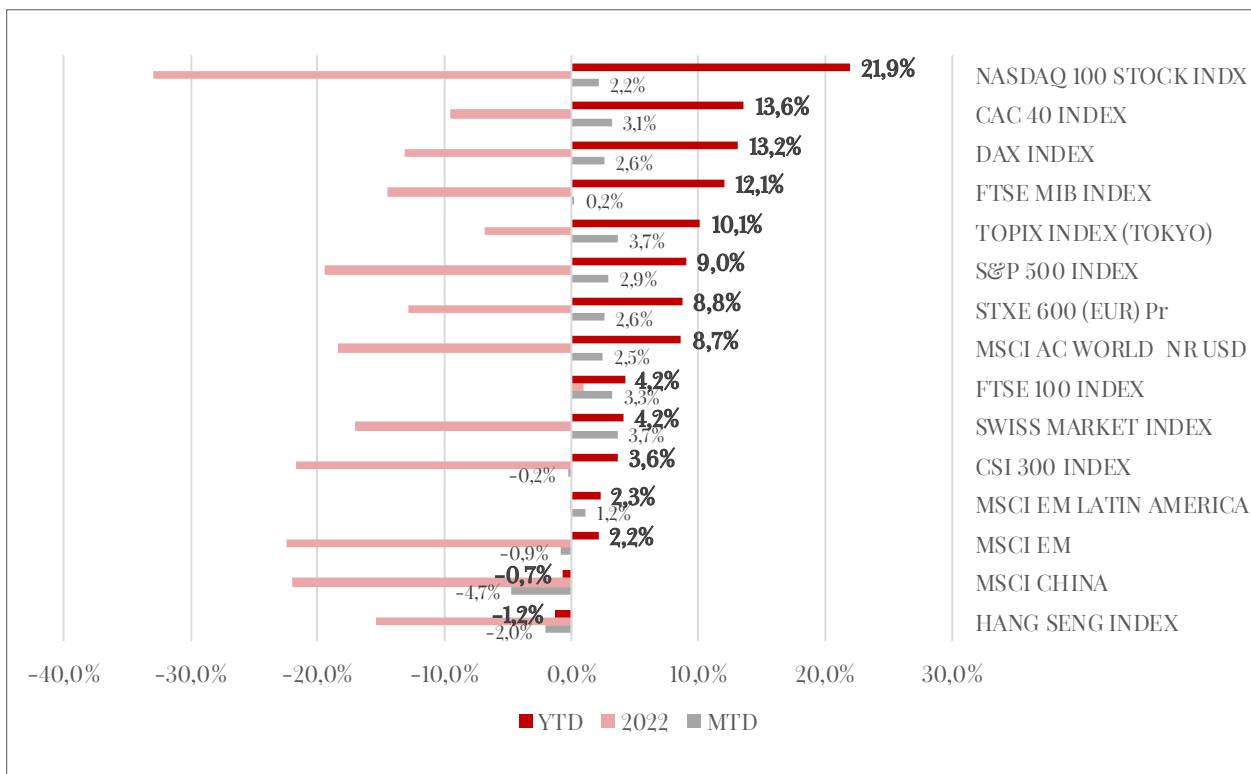
L'accès au crédit par les entreprises et les ménages se resserre de part et d'autre de l'Atlantique. En plus de l'effet de taux qui limite fortement la capacité d'endettement des emprunteurs, le stress sur le système bancaire provoqué par SVB aux Etats-Unis et accentué par la chute du Crédit Suisse, provoque une méfiance des institutions financières et incite ces dernières à la prudence quant à l'octroi de prêt.

Sur le plan géopolitique, le monde est certainement engagé dans des changements majeurs. L'influence de la civilisation occidentale menée par les Etats-Unis pourrait s'atténuer au profit d'un monde multipolaire. Il paraît difficile de compter sur la candidature fraîchement annoncée de Joe Biden pour l'élection présidentielle en 2024, certainement en face de Donald Trump, pour donner l'impulsion d'un changement. Dans un pays divisé comme jamais auparavant, le manque d'alternative et d'homme providentiel capable de construire les bases d'un renouveau démocratique pourrait continuer à fragiliser les valeurs du monde occidentale.

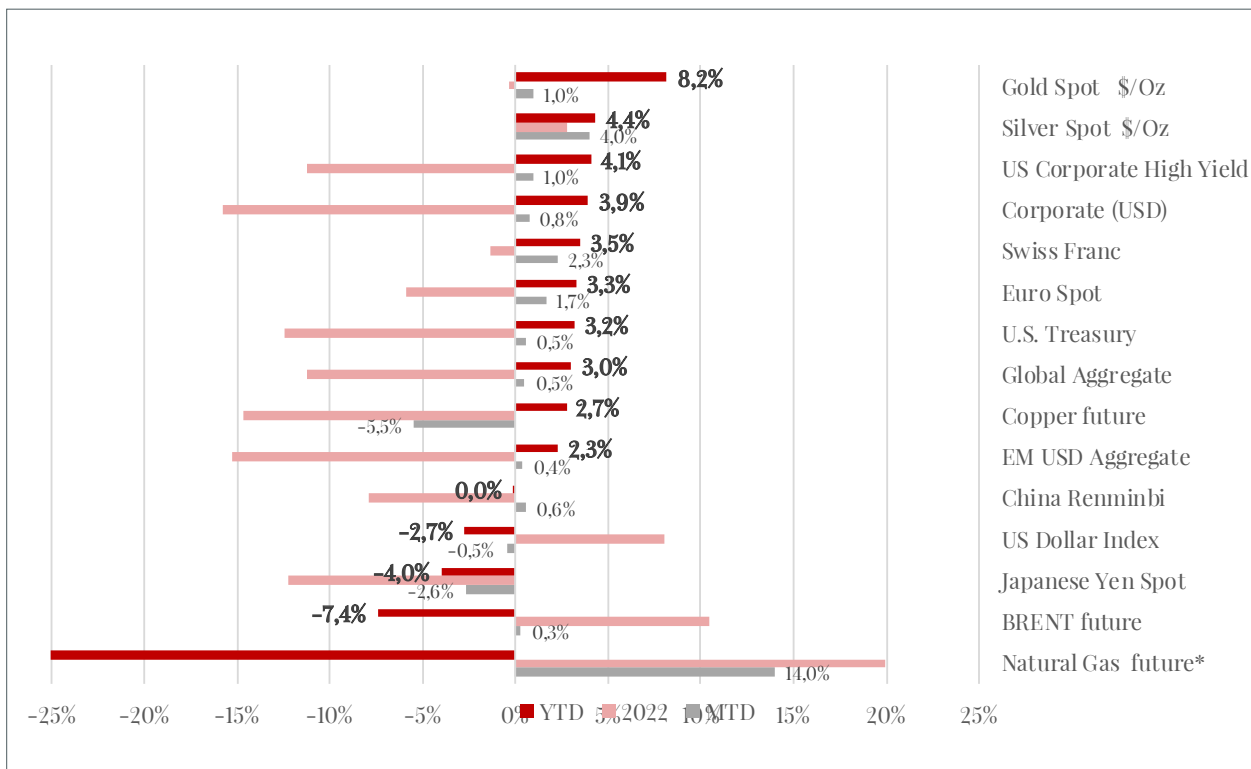
**Nous restons donc prudents alors que l'économie mondiale continue de se contracter. Nous profitons tout de même de la hausse du marché grâce à notre positionnement structurellement long sur la classe d'actif et favorisons l'utilisation d'investissements alternatifs au travers notamment de notre stratégie «Long/Short» et de plusieurs produits structurés. Nous profitons de la faible volatilité pour ajuster notre stratégie de couverture de risque sur les actions et étendre un peu plus sa durée.**

# 5. PERFORMANCES

## PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



## PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIERES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 28/04/2023

\* Natural Gas -39.6% YTD, +20% 2022



## 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 30/04/2023**

### **Contact**

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch