



BANQUE  
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE  
JUIN 2023

# SOMMAIRE

JUIN 2023

## 1. Editorial

*«Nous surestimons toujours les changements qui auront lieu dans les deux prochaines années, et sous-estimons ceux qui se produiront dans les dix prochaines.»\**

## 2. Marchés de taux

La duration est (un peu) de retour.

## 3. Marchés actions

Intelligence ou paradis artificiel ?

## 4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

## 5. Performances

\* Bill Gates

# 1. ÉDITORIAL

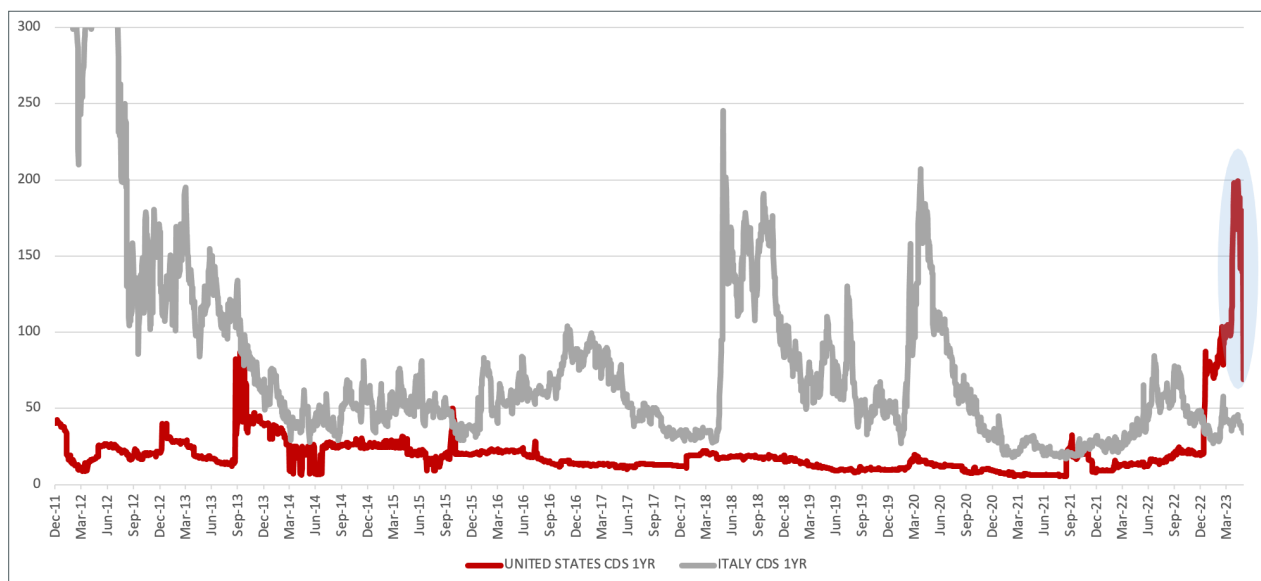
« NOUS SURESTIMONS TOUJOURS LES CHANGEMENTS QUI AURONT LIEU DANS LES DEUX PROCHAINES ANNÉES, ET SOUS-ESTIMONS CEUX QUI SE PRODUIRONT DANS LES DIX PROCHAINES. »\*

**Cette citation de Bill Gates inspirée elle-même de la loi d'Amara sur les effets de la technologie n'est pas sans faire écho aux évènements du mois de mai. En effet, les marchés américains finissent le mois sur une note positive portés par l'espoir d'un accord trouvé in-extremis entre Républicains et Démocrates permettant de relever le plafond de la dette américaine et par l'engouement suscité autour du thème de l'intelligence artificielle suite aux très bons chiffres publiés par NVIDIA, le fabricant de puces spécialisé dans les applications liées à l'Intelligence Artificielle (IA).**

Le mécanisme du plafond de la dette établi en 1917 définit le montant maximal que le gouvernement américain peut emprunter.

Depuis 1960, le Congrès a relevé, suspendu ou étendu ce plafond de la dette 78 fois. Si de toute évidence ce plafond n'a pas permis de limiter l'explosion de la dette publique, ce dernier a été utilisé de manière croissante comme un levier dans une vie politique américaine toujours plus polarisée. Selon Janet Yellen, ce montant maximal que les Etats-Unis peuvent emprunter avec le plafond actuel a été atteint en janvier 23 et depuis lors le Trésor américain use d'expédients pour finir ses fins de mois.

G1 : CREDIT DEFAULT SWAP À 1 AN DES ETATS-UNIS ET DE L'ITALIE.



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Après des négociations acharnées, Démocrates et Républicains parviennent à trouver un accord à quelque jours de la date butoir sur un possible relèvement du plafond pour les deux prochaines années moyennant des coupes dans les dépenses budgétaires discrétionnaires hors défense et éviter ainsi un potentiel défaut « technique ».

Si les marchés actions sont restés relativement insensibles à cette problématique, les T-Bills avec des maturités proches de la date butoir ont décoté fortement et le CDS à 1 an, la prime d'assurance pour se prémunir contre un défaut des Etats-Unis, s'est fortement renchéri (cf. graphique 1). Si le scénario d'un accord de dernière minute a toujours été dominant, les faibles majorités Républicaines et Démocrates à la Chambre des Représentants et du Sénat ont pu faire craindre un temps à un choc de volatilité dans un épisode similaire à celui de 2011 qui avait conduit in fine à la dégradation de la note souveraine des Etats-Unis.

Si à court terme, le risque d'un potentiel défaut a pu être surestimé, les atternoissements sur le plafond de la dette et leurs conséquences à long terme sont loin d'être neutres. Une fois l'accord voté – et à l'heure où nous écrivons ces lignes, la perspective se rapproche –, le Trésor américain devrait maintenant se lancer dans un programme massif d'émissions de bons du Trésor pour récupérer des marges de manœuvre. Ceci pourrait être de nature à provoquer phénomènes d'éviction et assécher un peu plus la liquidité. A plus long terme, c'est la crédibilité de l'US Dollar, de la signature et des actifs américains qui pourrait être plus sérieusement questionné avec la répétition de ce type d'atternoissements.

Difficile également d'évoquer le mois passé sans parler d'Intelligence Artificielle (IA) et de son impact sur les marchés financiers. Après la frénésie de début d'année liée à ChatGPT et à l'intégration de l'IA chez les GAFAM (Google/Alphabet, Apple, Facebook/Meta, Amazon, Microsoft), c'est cette fois-ci la publication par NVidia de chiffres en forte accélération et nettement supérieurs aux attentes, qui déclenche une frénésie acheteuse sur les valeurs liées à l'IA. NVIDIA rejoint ainsi le club très fermé des capitalisations supérieures à 1 trilliard d'USD, et sa valorisation à près de x23 les revenus attendus en 2023 laisse peu de place à l'erreur.

Les valeurs GAFAM identifiées comme grands gagnants de l'IA s'envolent en bourse et cachent une réalité en trompe l'œil sur le marché américains – hors GAFAM, NVIDIA et TESLA, le S&P500 a une performance nulle depuis le début d'année. Si l'IA a les germes de la 4<sup>e</sup> révolution industrielle en son sein, le décalage entre la réalité boursière et industrielle peut être conséquent. Rappelons que si aujourd'hui personne ne se risquerait à remettre en cause la vision de Jeff Bezos sur l'e-commerce et son impact sur notre vie quotidienne, il aura néanmoins fallu près de 7 années boursières à l'action Amazon pour retrouver le niveau atteint au pic de la bulle internet.

**Dans cet environnement, nous maintenons une approche relativement prudente : Oui, le défaut technique devrait être évité. Oui également l'IA pourrait révolutionner nos vies d'une manière semblable à ce qu'a pu être l'introduction de l'Internet. Mais la complaisance des marchés, les risques de concentration et l'étroitesse du leadership sur les marchés actions et l'euphorie boursière sur l'IA nous amènent à balancer positionnement tactique plus prudent avec une vision de long terme plus favorable et des opportunités d'investissement sélectives.**

## 2. MARCHÉS DE TAUX

### LA DURATION EST (UN PEU) DE RETOUR.

#### Banques régionales US, l'épée de Damoclès

En théorie, la Réserve Fédérale américaine (la Fed) devrait être arrivée au terme de son cycle de hausses de taux et envisager dorénavant une longue pause avant de procéder à un premier assouplissement à horizon douze à dix-huit mois. Toutefois, elle pourrait poursuivre sa politique restrictive comme le suggère Jim Bullard de la Fed de Saint-Louis qui réclame encore deux hausses de taux supplémentaires. En effet, malgré des statistiques d'inflation plutôt encourageantes au premier abord, les hausses de prix hors alimentation et énergie évoluent toujours en tendance haussière. De surcroît, l'inflation dans les services poursuit une hausse inexorable que seule l'augmentation sensible du taux de chômage (assorti d'un coup de frein dans la hausse des salaires) pourrait stopper. A l'inverse, les baisses de taux anticipées par les marchés obligataires dès la fin de cette année correspondent à un scénario de récession et/ou credit crunch assorti de problèmes majeurs dans le secteur des banques régionales américaines. A ce stade, il serait déraisonnable d'éliminer l'un de ces scénarios (hausse, pause ou baisse) car ils correspondent à différentes évolutions de l'économie US qui s'offrent à nous au cours de la seconde moitié de l'année.

Le problème des banques régionales n'est pas lié à un risque systémique de grande ampleur du type Lehman Brothers (vécu) ou Credit Suisse (évitée de justesse). Ces banques moyennes sont l'oxygène de la « vraie » économie américaine, celles des petites et moyennes entreprises qui continuent d'embaucher et de proposer des hausses de salaire à deux chiffres pour ceux qui acceptent de les rejoindre. Ces PME sont les véritables responsables de la bonne tenue de

la croissance, d'un taux de chômage historiquement bas et de la progression des revenus salariaux. Ces entreprises sont principalement en affaires avec les banques régionales. C'est en cela que la crise actuelle est à prendre très au sérieux car toute aggravation pourrait à terme mettre l'économie américaine en difficulté.

***A ce stade, il serait déraisonnable d'éliminer l'un des scénarios – hausse, pause ou baisse des taux courts.***

#### Alléger le risque de crédit au profit de la duration

Nous avons donc décidé de nous protéger en diminuant légèrement nos positions en crédits les plus volatils dans notre principal véhicule d'investissement. Il ne s'agit toutefois que d'un allègement, sans doute temporaire, par mesure de prudence. La très bonne tenue des crédits (seniors et subordonnés) depuis le début de l'année nous a également incités à prendre quelques profits.

Dans le même temps, nous avons privilégié la duration dans notre principal véhicule d'investissement qui a enfin retrouvé son rôle – qu'elle avait perdu en 2022 – de protection naturelle et efficace contre d'éventuels soubresauts dans les marchés plus volatils comme la dette d'entreprise ou les actions.

**En résumé, nos portefeuilles détiennent un peu moins de crédit et un peu plus de duration en période d'incertitude grandissante afin de gérer efficacement notre exposition au risque dans une stratégie globalement inchangée à moyen-long terme.**

# 3. MARCHÉS ACTIONS

## INTELLIGENCE OU PARADIS ARTIFICIEL ?

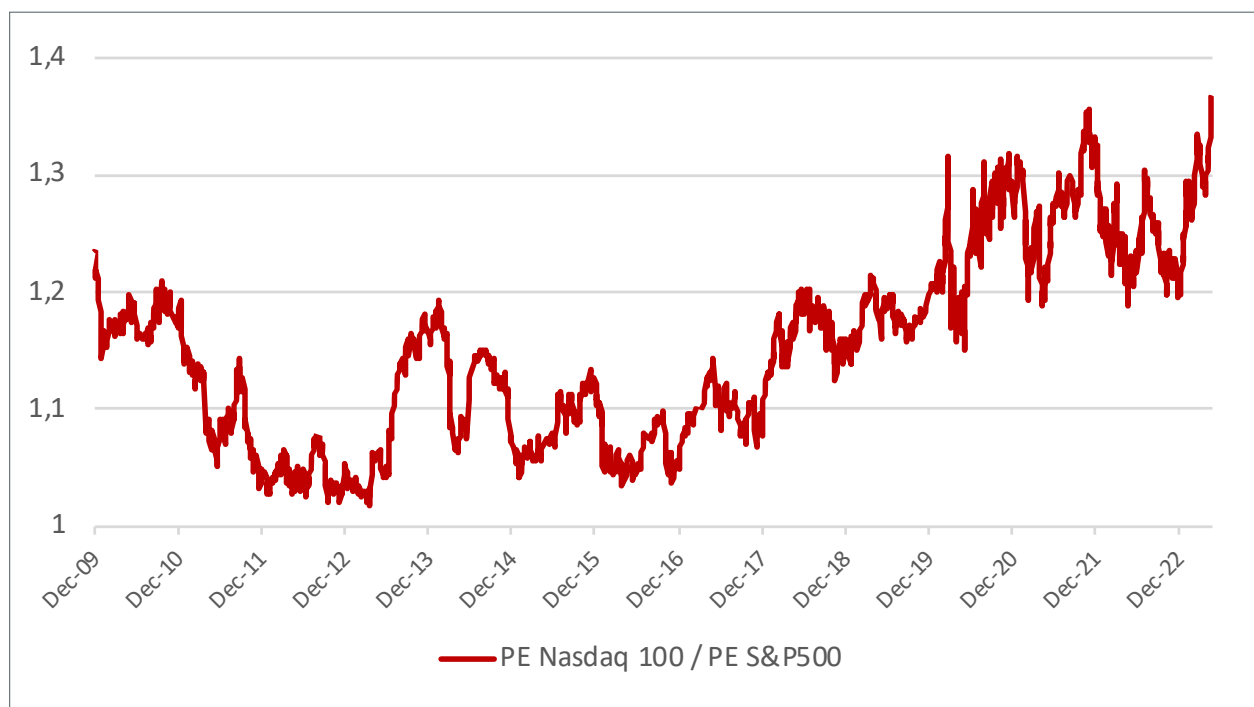
**Le mois de mai confirme la tendance observée sur les marchés depuis le début de cette année doucement bercée par une timide volatilité. La hausse continue sans nervosité avec en moyenne sur la période un VIX à 17.5 % aux Etats-Unis et 18 % en Europe (V2X index). Autant dire que même les sujets du plafond de la dette américaine n'ont pas inquiété la classe d'actif qui semble inébranlable, particulièrement aux Etats-Unis.**

Les actions continuent de grimper et particulièrement aux Etats-Unis où le S&P 500 vient de franchir son plus haut de l'année autour de 4200 points. Les grandes entreprises de technologie font la course

en tête et le Nasdaq 100 affiche une performance, pouvant être perçue comme insolente, de +8.0% sur le mois et +31.0% sur l'année à l'heure où nous écrivons ces lignes. A noter toutefois la concentration importante dans l'indice de quelques grandes valeurs qui biaisent la réalité, la hausse reste donc fragile car soutenue par très peu de titres seulement.

Une analyse rapide de l'écart de valorisation (prix sur bénéfices) des entreprises du S&P500 avec celle du Nasdaq 100 montre bien que nous sommes sur un niveau élevé, que les valeurs de la Technologie et des Services de Communication – dominantes dans le Nasdaq – se paient avec une prime historiquement haute depuis la grande crise financière de 2008.

G2: PE SPREAD – NASDAQ100/ S&P500



Source: Banque Eric Sturdza, Bloomberg

Cet optimisme est largement porté par un engouement autour de l'Intelligence Artificielle alors que les perspectives d'évolution et de croissance semblaient de plus en plus limitées dans le domaine de la technologie. Les entreprises dévoilent à tour de rôle de nombreuses applications possibles de cette révolution digitale. Le «Machine Learning», le «Deep Learning», le «Computer Vision» ou encore le traitement naturel du langage sont autant d'éléments lancés à une vitesse vertigineuse et dont la progression semble difficile à ralentir.

CHAT GPT aura déclenché le bouleversement et affolé les plus récalcitrants qui voient en cette technologie la fin programmée de l'humanité. Le monopole aura été de courte durée car après le partenariat signé entre Microsoft et OpenAI – l'éditeur de ChatGPT, la vitesse d'exécution des mastodontes comme Alphabet – qui avait déjà beaucoup avancé sur le projet ces dernières années – aura permis de faire connaissance avec son nouvel outil BARD qui lui est déjà capable de traiter l'actualité en direct.

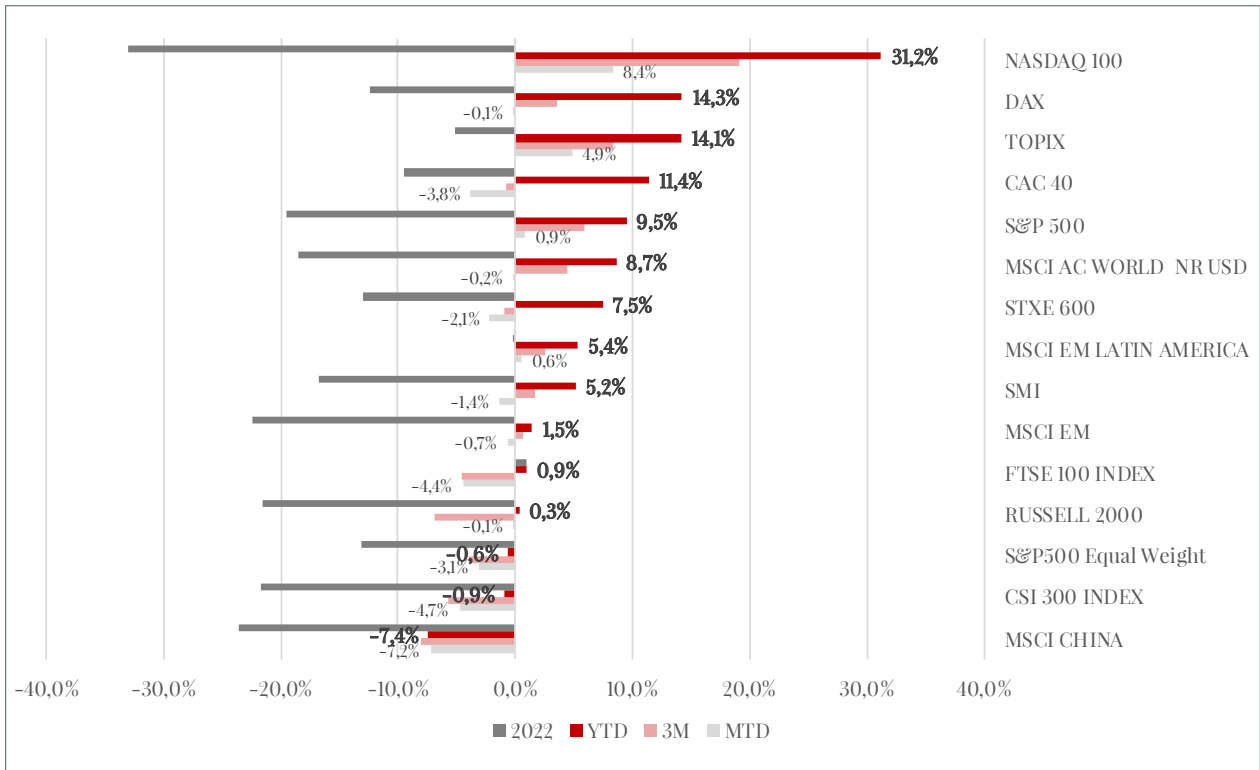
S'il est encore trop tôt pour comprendre toutes les futures implications et développements de cette avancée majeure, on comprend bien la nécessité d'un encadrement juridique ferme de cette technologie. Des limites devraient donc s'imposer au fil du temps alors que le train est déjà lancé à pleine allure.

En attendant, les perspectives de croissance et les révisions bénéficiaires sont revues à la hausse pour les valeurs liées à ce thème qui obtient les faveurs des investisseurs. Cela explique que le thème de l'IA soit devenu le principal contributeur à la hausse du marché américain de ces dernières semaines et cela alors que les autres secteurs et marchés mondiaux plafonnent. Cette technologie serait de nature à créer également des opportunités dans des domaines divers et variés de l'industrie. Comme bien souvent, les analystes amplifient le mouvement en créant un momentum très positif sur le secteur. Ils révisent favorablement leurs attentes de bénéfices, principalement pour la partie déjà visible de cette révolution à savoir la demande pour les processeurs comme en témoigne le cours du titre Nvidia (+166% depuis le début de l'année)

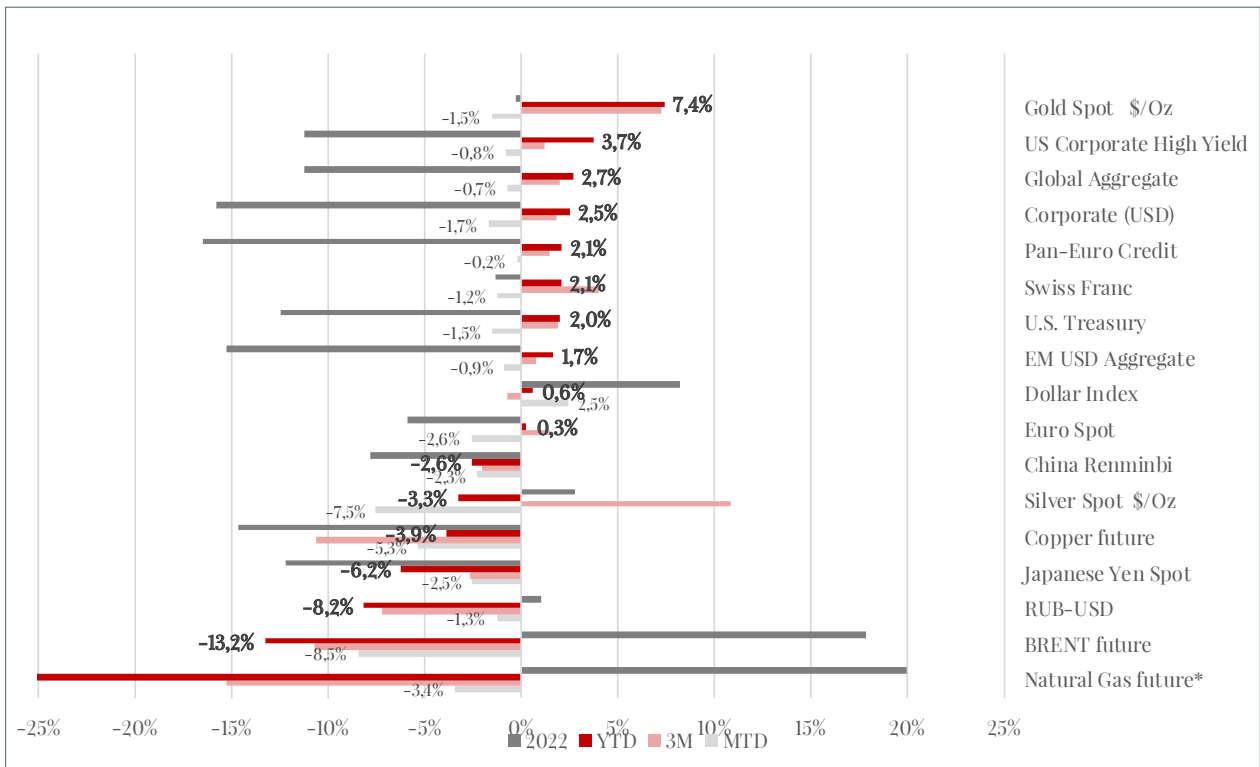
**Si les grands sujets économiques et politiques que sont l'inflation et dans une moindre mesure le relèvement du plafond de la dette demeurent en toile de fond, les prochains jours pourraient s'avérer décisifs et donner le rythme pour les prochains mois. Nous continuons de favoriser la sélectivité, la diversification géographique et sectorielle et la gestion active dans ce marché. Dans un contexte de relative complaisance des investisseurs actions, nous avons mis à profit les conditions de marché et la faible volatilité pour protéger une partie de nos portefeuilles contre un risque de baisse de la classe d'actif.**

# 5. PERFORMANCES

## PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



## PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIERES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 30/05/2023

\*Natural Gas future : -41.9% % YTD



## 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**

**Achévé de rédiger le 30/05/2023**

### **Contact**

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch