



BANQUE  
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE  
AOÛT 2023

# SOMMAIRE

AOÛT 2023

## **1. Editorial**

Une respiration dans la torpeur estivale.

## **2. Marchés de taux**

Désinflation et soft landing.

## **3. Marchés actions**

Un mot, une posture, l'optimisme.

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

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

## **5. Performances**

# 1. ÉDITORIAL

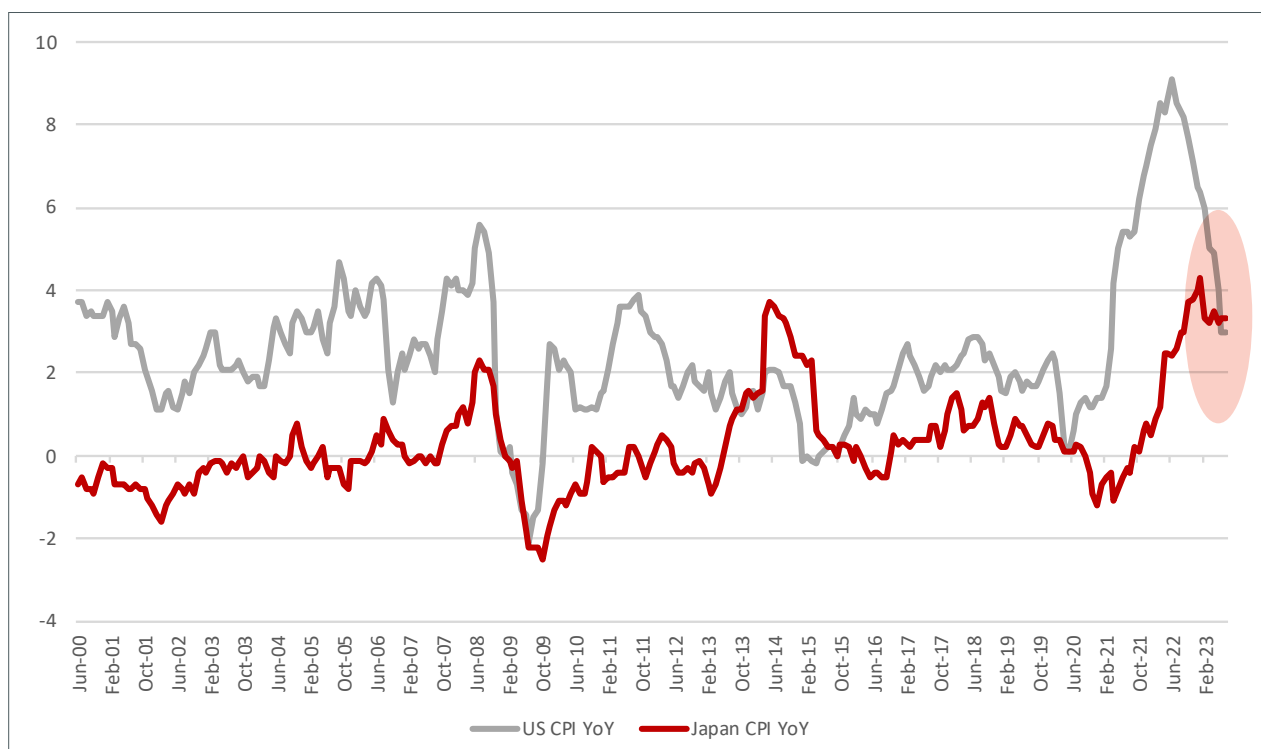
## UNE RESPIRATION DANS LA TORPEUR ESTIVALE.

**Le mois passé, nous alertions sur le caractère si particulier de 2023, qui ne semblait connaître que 3 gagnants : La Réserve Fédérale dans son combat contre l'inflation, le marché Japonais en devise locale après des décennies de sous-performance chronique et bien évidemment les «7 Magnifiques» (les GAFAM + NVidia et Tesla) qui expliquaient la progression spectaculaire du marché américain. Avec des marchés aussi monomaniaques, l'été promettait d'être passablement long et ennuyeux... Il n'en a rien été, bien au contraire ce mois a été particulièrement instructif.**

Avec une inflation headline revenue de 9.1% en juin 22 à 3.0% un an plus tard, le tout au prix du cycle de

relèvement des taux directeurs le plus violent depuis l'ère Volcker et cela sans déclencher ni augmentation du chômage, ni récession (au moins à ce stade), Jérôme Powell pourrait légitimement crier victoire, sans que celle-ci apparaisse usurpée. Et pourtant... Cela ne l'a pas empêché de relever son taux directeur pour la 11ème fois en juillet et de laisser ouverte la possibilité d'une hausse complémentaire... Il faut dire – comme le rappelle le Core PCE, la mesure d'inflation préférée de la FED, à 4.1%, nous sommes encore bien loin du seuil des 2% ancré dans le dogme de la banque centrale et le mouvement de désinflation a surtout à voir avec la baisse des prix des matières premières et des bases de comparaison très favorables sur l'Energie. Nul doute que Jérôme Powell est bien conscient de ces éléments et du fait que l'effet de base devient nettement moins favorable à partir de septembre.

G1 : INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION SUR UN AN GLISSANT  
JAPON VS. ETATS-UNIS



Source : BLS, Japan Ministry of Internal Affairs & Communications, Banque Eric Sturdza

Si la FED peut au moins se prévaloir d'une demi-victoire sur l'inflation, force est de constater que c'est loin d'être le cas de la Banque du Japon (BOJ). L'inflation « headline » au Japon à 3.3% est même supérieure à celle américaine (cf. graphique 1), une première historique pour le Japon depuis 2013 et le boost à court terme généré alors par le relèvement de la TVA. Après près de trois décennies marquées par une déflation endémique, la tolérance de la Banque du Japon pour une inflation plus élevée est largement compréhensible. Néanmoins, elle a ses limites et l'appauvrissement de la classe moyenne japonaise et la dépréciation forte du JPY en font partie et justifient l'assouplissement du contrôle de la courbe des taux via l'acceptation de taux longs pouvant aller jusqu'à 1.0%. Si les répercussions sur les taux souverains australiens et américains – ne pas oublier que les Japonais en sont les premiers détenteurs externes – sont plus difficiles à quantifier, cet assouplissement devrait être de nature à soutenir le JPY à moyen terme et sa dépréciation continue n'est plus une fatalité.

Enfin, alors que la saison des publications bat son plein, plusieurs enseignements se font jour. Le premier est que les 7 Magnifiques n'ont pas un comportement homogène. Aux impressionnantes publications et progressions de Meta et Google font écho la performance en demi-teinte de Microsoft où les attentes étaient certes très élevées sur fond de frénésie autour de l'Intelligence Artificielle. Deuxièmement, le leadership va ce mois-ci au secteur financier, à l'énergie et aux petites capitalisations sur le marché américain. Enfin, plus impressionnant encore est le rebond entamé par les valeurs chinoises. La réouverture économique a fait long feu, la croissance donne des signes de faiblesse, les autorités en sont conscientes et veulent ranimer l'« animal spirit » au travers de plus de relance fiscale et monétaire.

**Le mois de juillet se sera donc révélé moins monotone qu'anticipé. Le soft-landing de l'économie américaine en 2023 et la fin du cycle de relèvement de taux se confirment. Le cas d'investissement sur le Japon s'affirme et cette fois-ci pourrait inclure un volet sur l'appréciation du Yen. La Chine se réveille (enfin) ! En un mot, les marchés font preuve d'une plus grande ouverture que ce soit sur le plan géographique, sectoriel et en termes de style de gestion, un signal d'autant plus encourageant qu'il ne s'accompagne pas d'un effondrement des précédents leaders mais il s'agit d'un signe qui devra être confirmé dans les mois qui viennent pour passer plus constructif.**

## 2. MARCHÉS DE TAUX

### DÉSINFLATION ET SOFT LANDING

#### Fed, BCE et BoJ à la manœuvre

En juillet, les marchés de taux sont entrés en période de transition. Les partisans de la récession sont devenus largement minoritaires, le plus grand nombre penchant désormais pour un soft landing. Un double soft landing pour être précis : un atterrissage en douceur simultané de la croissance et de l'inflation. « Higher for longer » est le nouveau consensus sur les taux directeurs américains.

Le FOMC du 26 juillet n'a pas créé de surprise. Une hausse de 25bp, un flou savamment distillé concernant un relèvement de taux supplémentaire le 20 septembre et un Quantitative Tightening (QT) inchangé. Le rebond de l'inflation qui va inéluctablement intervenir dans les deux-trois mois à venir nous incite à ne plus tout à fait exclure des Fed funds à 6% en fin d'année.

La BCE a également remonté ses taux directeurs de 25 bp alors qu'une partie de son territoire est déjà en récession. L'inflation recule mais encore plus lentement qu'aux Etats-Unis. Le prochain meeting le 14 septembre sera à risque et Madame Lagarde devra faire preuve de pédagogie pour justifier sa politique de poursuite de hausse de taux en période de fort ralentissement économique.

La plus importante des trois réunions de banques centrales de juillet était celle de la Banque du Japon (BoJ). Avec un taux d'inflation désormais à 3.3%, la BoJ a modifié sa politique de YCC (Yield Curve Control) en relevant le plafond qu'elle a fixé pour le 10 ans JGB de 0.5% à 1%. Cela risque de provoquer encore plus de volatilité sur le marché des emprunts du Trésor américain dans les semaines qui viennent, perturbant ainsi la marche des taux longs US et tout le reste du marché par effet domino (le Bund allemand par exemple).

#### Plusieurs nuances de « oui »

Nos convictions actuelles peuvent se résumer en une succession de « oui » teintée de nuances allant du « oui mais » au « oui bien sûr ».

Oui à l'Investment Grade pour son carry toujours intéressant mais pas en gestion active sur ces niveaux de spreads jugés trop faibles. Oui, mais à dose homéopathique dans notre véhicule d'investissement global, aux corporates hybrides après un parcours brillant (+4.5% depuis le début de l'année). Un grand oui à la duration longue toujours dans notre fonds global avec des taux à 10 et 30 ans à 4%. Un très grand oui aux bons du trésor à court terme à 5.5% et enfin pour les investisseurs plus sophistiqués un énorme oui aux TIPS (indexés inflation) courts en « buy and hold » à 3.10% de taux réel sur 18 mois.

# 3. MARCHÉS ACTIONS

## UN MOT, UNE POSTURE : OPTIMISME

**La saison des résultats est bien entamée. A l'heure où nous écrivons ces lignes près de 50 % des entreprises du S&P500 ont déjà annoncé leurs chiffres. Même s'il est encore tôt pour en tirer des conclusions, les surprises – par rapport à des attentes revues à la baisse – sont globalement positives tant au niveau des ventes que des bénéfices réalisés.**

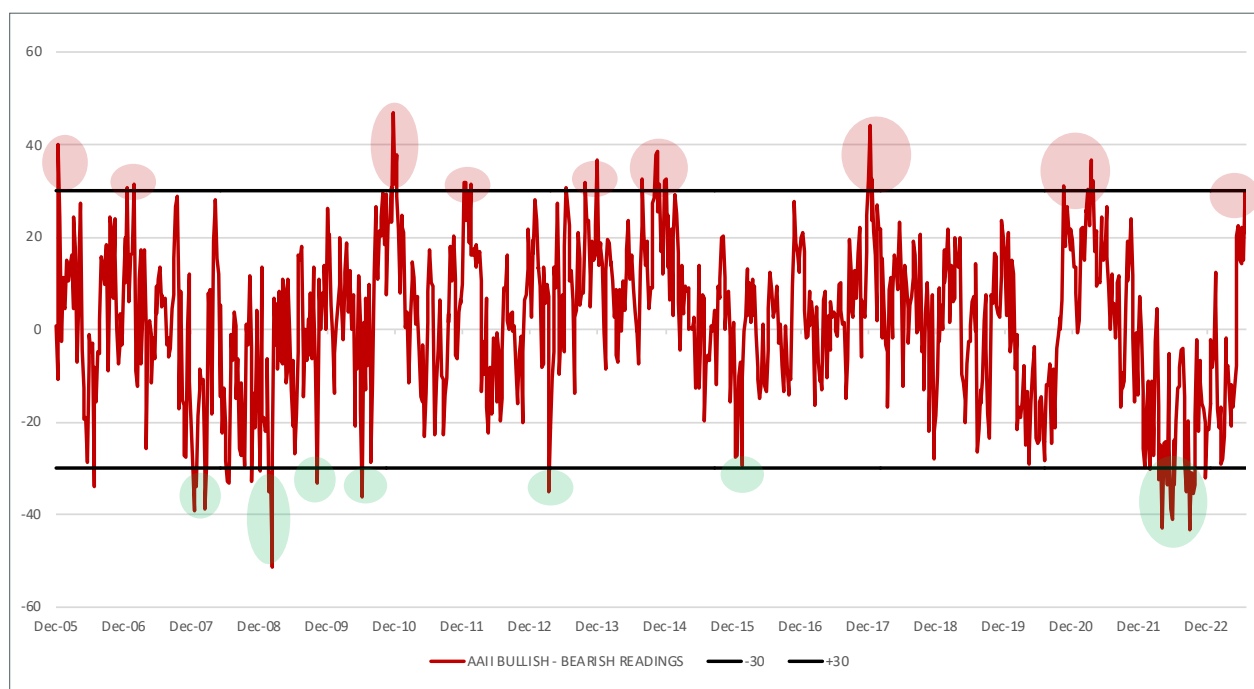
A part quelques secteurs comme celui des matériaux ou de l'énergie, tous les autres connaissent une révision haussière de croissance des bénéfices. De quoi aider à rationaliser, au moins en partie, le niveau de valorisation élevé sur lequel se traite les actions américaines depuis quelques mois : P/E estimé à 20.7x soit un multiple supérieur de plus d'un écart type à sa moyenne des 20 dernières années.

S'ajoute à cela un indicateur de surprises économiques aux Etats-Unis (Citi Economic Surprises) au plus haut depuis l'après Covid. Sur le plan macroéconomique là aussi, l'économie américaine fait mieux que les attentes et semble inébranlable.

Les indicateurs sont donc au vert outre-Atlantique et même l'inflation «headline» chute à 3% sur un an glissant au mois de juin, temporairement et fortement aidée par les effets déflationnistes du coût de l'énergie. L'inflation Core (hors coûts de l'énergie et de nourriture) fléchit mais reste à un niveau très (trop) élevé de 4.8%.

Dans ce contexte rassurant les marchés actions gagnent du terrain avec un indice MSCI AC World Index à +16.5% sur l'année, porté par un S&P 500 en grande forme qui affiche une performance an-

### G2: ENQUÊTE AAI SUR LES INVESTISSEURS QUALIFIÉS D'HAUSSE ET DE BAISSER



Source: AAI, Banque Eric Sturdza

nuelle de +19% et un Nasdaq Composite à +36.7%, deux indices très nettement supportés par la progression des GAFAM, NVidia et Tesla.

Peu importe que la dette publique aux Etats-Unis soit élevée, que son ratio par rapport à son PIB soit proche de 120%, que le bilan de la Reserve Fédérale, malgré sa cure d'amaigrissement récente reste à plus d'USD 8 trilliards deux fois supérieur à son niveau d'avant Covid, le dollar continue de traiter au-dessus de ses mérites et maintient sa valorisation élevée en parité de pouvoir d'achat par rapport aux autres monnaies. Les raisons principales semblent être les taux d'intérêts courts élevés qui continuent de favoriser actuellement le dollar pour le portage, la résilience démontrée de son économie et enfin le fait que malgré les volontés de dédollarisation, l'US Dollar est toujours la devise la plus utilisée dans les transactions internationales et dans les réserves de change des grandes banques centrales.

***L'Europe n'est pas en reste et gagne près de 10%. Pourtant sur le plan économique , la performance peine à convaincre.***

L'indice Bull/Bear est un indicateur de sentiment de marché basé sur les enquêtes auprès de conseillers financiers professionnels. L'indicateur est publié hebdomadairement et sert à mesurer l'écart entre les investisseurs qualifiés d'optimistes et ceux de pessimistes. Il est utilisé comme un indicateur contrariant lorsqu'il atteint des niveaux extrêmes d'un côté ou de l'autre. Autrement dit, il envoie un signal acheteur lorsque trop d'investisseurs se disent pessimistes et inversement. Si le signal acheteur est généralement à propos, celui vendeur peut être décalé dans le temps les investisseurs haussiers pouvant rester euphoriques plus longtemps...

L'Europe n'est pas en reste pour autant et gagne près de 10% depuis le début de l'année avec en tête le marché Espagnol (+15.5%) suivi par le DAX (+15%) – malgré le fait que l'Allemagne soit déjà en récession et le CAC40 (+12.1%) aidé par le Luxe

et Air Liquide. A contrario, les marchés anglais et suisses font figure de déception avec de modestes progression de 2.0 et 3.0% respectivement pour le FTSE100 et le SMI, pénalisés par son biais matières premières dans le premier cas et par la force de sa devise dans le 2<sup>nd</sup>.

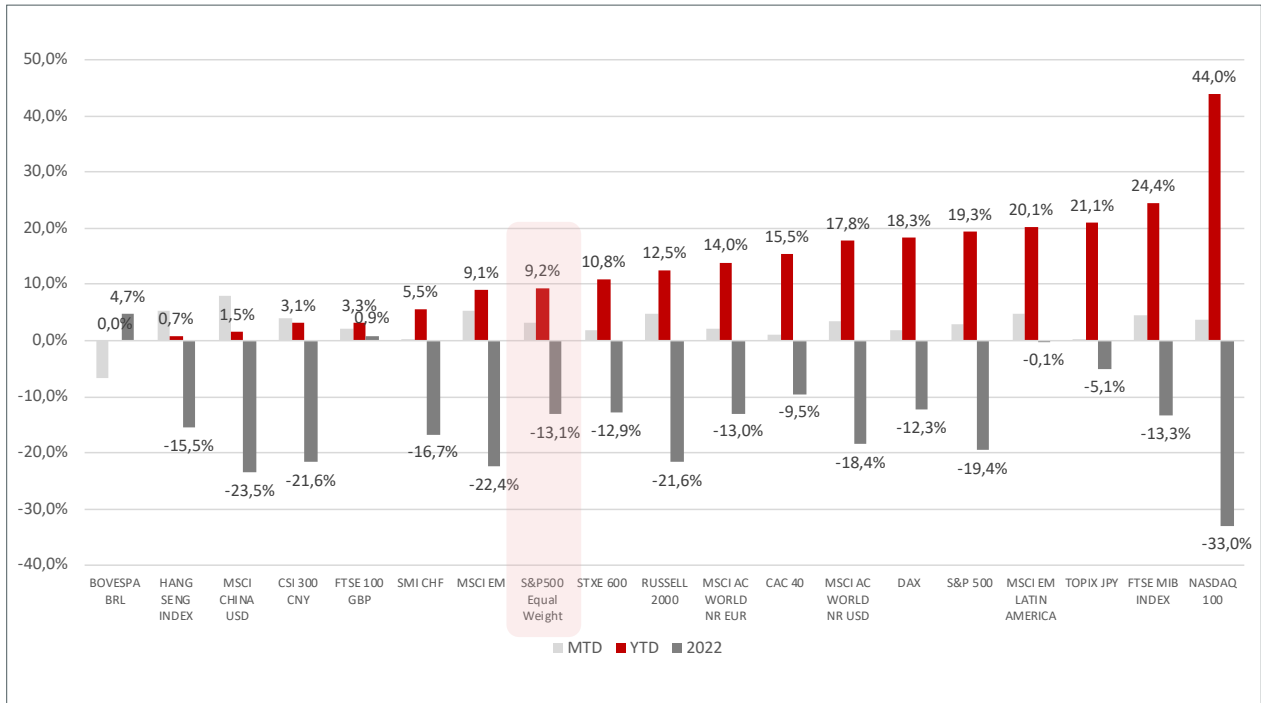
Pourtant sur le plan économique, la performance du Vieux Continent peine à convaincre avec des indices de directeurs d'achat (PMI) en forte baisse et qui s'enfoncent sous le niveau fatidique (50), marquant une phase de contraction. La remontée des taux se traduit déjà par une forte contraction de l'activité de crédit. La hausse des salaires se rapproche maintenant, et d'une façon générale, du niveau de l'inflation qui semble trouver un palier autour de 5.5%. Il y a là de quoi absorber partiellement l'impact négatif pour l'économie, en tout cas sur le plan de la consommation qui reste soutenue (dépenses au niveau pré-Covid).

Quelques bonnes surprises du côté de la Chine où pour la première fois, le régime reconnaît les difficultés économiques actuelles ce qui conforte la mise en place d'un processus de résolution. Le gouvernement de Xi Jinping continue d'annoncer des mesures de soutien en visant le consommateur et en promettant notamment un support important au secteur immobilier. Les marchés chinois n'y sont pas insensibles et récupèrent une petite partie du retard accumulé.

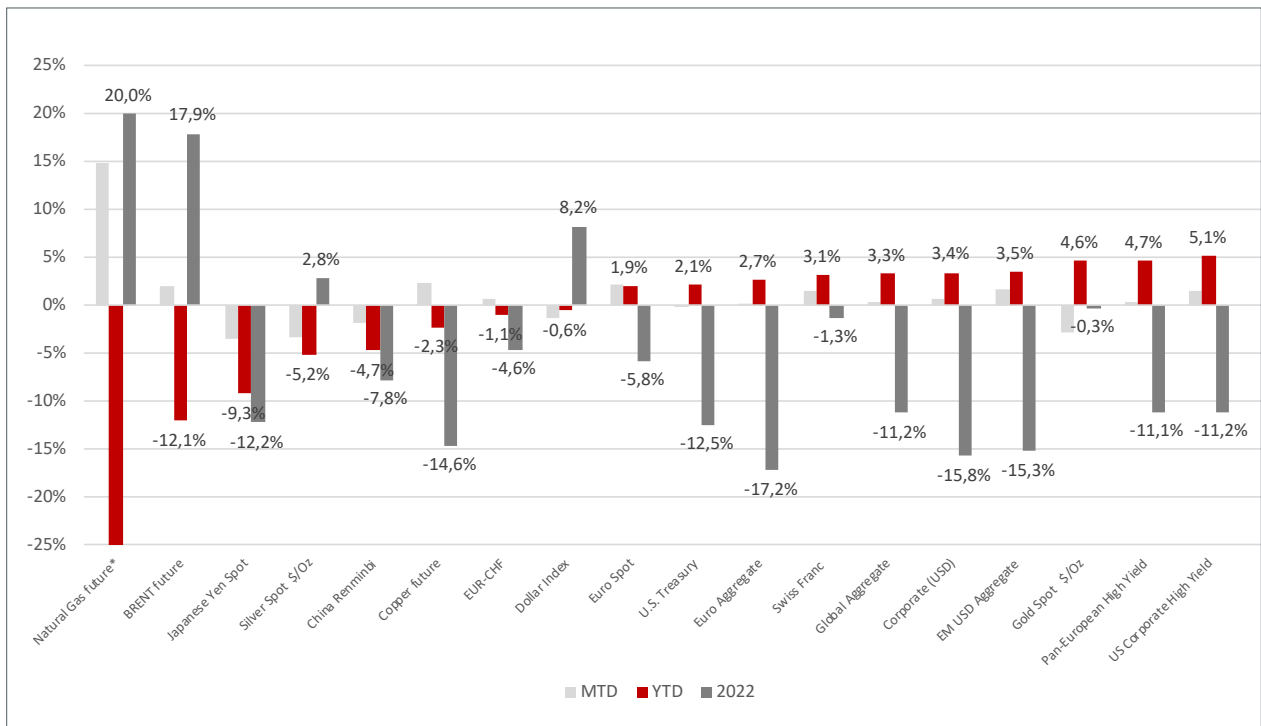
***Le mot «récession» semble petit à petit disparaître des radars. Les investisseurs sont rassurés par les données fondamentales et les résultats des entreprises. Les attentes de croissance des bénéfices par actions repartent en hausse pour l'année 2023 et la baisse des chiffres d'inflation conforte ce sentiment optimiste actuel. Nous profitons de ces mouvements de hausse au travers de nos investissements existants et restons vigilant notamment sur le front de l'inflation qui pourrait connaître des effets de base défavorables dès le mois de septembre.***

# 5. PERFORMANCES

## PERFORMANCES ACTIONS EN DEVICES LOCALES



## PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVICES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 29/07/2023

\* Natural Gas : -42% 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 29/07/2023**

### Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch