



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
SEPTEMBRE 2023

SOMMAIRE

SEPTEMBRE 2023

1. Editorial

L'été des paradoxes...

2. Marchés de taux

Jackson Hole, hawkish mais pas trop.

3. Marchés actions

Tout ce qui brille n'est pas d'or...

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

L'ÉTÉ DES PARADOXES...

L'investisseur nerveux appréhende souvent le mois d'août avec une certaine appréhension. Il faut dire que dans des marchés où la liquidité est réduite faute de participants, une statistique économique décevante ou une nouvelle largement relayée dans les médias peuvent avoir un impact disproportionné.

De ce point de vue, ce mois d'août n'aura pas déro- gé à la règle. Difficile en effet d'ignorer le caractère anxio- gène de la couverture médiatique prédisant l'effondrement économique de la Chine sur fond de crise immobilière. Si les difficultés du secteur sont bien réelles, elles ne sont pas nouvelles et trouvent leurs racines dans les excès passés – surinvestisse- ment, levier excessif des acteurs immobiliers, bulle spéculative – mais également dans l'assèchement

des canaux de financement des promoteurs immo- biliers résultant de la mise en place de la politique des « règles d'or » par les autorités chinoises. Après la faillite organisée d'Evergrande en 2021, c'est au- jourd'hui Country Garden, un autre des grands pro- moteurs chinois qui inquiète. Si dans ce contexte, la performance des marchés chinois reste très dé- cevante, elle est loin d'être aussi catastrophique – hors cas du secteur immobilier – que pourrait le laisser penser le discours ambiant. Certaines va- leurs internationales très liées à la destinée de la Chine continuent même d'afficher des trajectoires boursières impressionnantes. Pour s'en convaincre, il suffit de jeter un œil aux valeurs du luxe mais également à Tesla et Apple pour lesquels la Chine reste le premier marché international derrière les Etats-Unis. C'est d'ailleurs l'un des paradoxes de la situation actuelle.

G1 : TAUX UST 30 ANS



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Une autre manière de voir cela est de s'intéresser au secteur bancaire chinois. En effet, dans un schéma classique de crise immobilière, les banques sont au premier rang en terme de dommages collatéraux du fait de leurs créances au secteur et leurs cours de bourse en portent les stigmates. De ce point de vue, les performances boursières des banques chinoises sont loin de refléter un degré de stress extrême, elles se paient même le luxe de surperformer leurs homologues américaines, elles-aussi confrontées à leurs propres défis sur l'immobilier commercial et qui peinent à se relever de la débacle de Silicon Valley Bank.

Loi de baisser les taux longs américains sont montés : Le 30 ans américain est venu tutoyer 4.45%, un niveau inconnu depuis 2011.

Le deuxième paradoxe plus classique en-soi reflète ce que les anglo-saxons qualifient de «bad news is good news». En effet, le flux de mauvaises nouvelles en provenance de Chine renforce la probabilité de voir les autorités chinoises en faire plus pour soutenir son économie et restaurer la confiance des investisseurs. La baisse historique du droit de timbre sur les actions chinoises et celle de l'apport requis lors d'un achat immobilier pour les ménages chinois participent à ce mouvement et permettent aux marchés actions chinois de se stabiliser et rebondir en fin de mois.

Le troisième paradoxe et peut-être le plus surprenant est la réaction des valeurs refuges sur la même période. Rappelons que dans un environnement perçu comme plus risqué, le premier réflexe des investisseurs est de se désintéresser des actifs risqués que sont les actions pour se porter vers des actifs perçus comme valeurs refuges notamment l'or, les taux longs et les bons du Trésor américain. Si la première partie de l'équation a fonctionné sur le mois d'Août avec une légère consolidation des marchés actions, la deuxième partie a été moins évidente. En effet, loin de baisser les taux longs américains sont mon-

tés : le 30 ans américain est venu tutoyer 4.50% en cours de mois, un niveau inconnu depuis 2011. On est loin de la détente typique des taux longs lors des scénarii de crise.

Beaucoup de choses ont été mises en avant pour expliciter ce paradoxe : Une situation sur le front de l'inflation pas entièrement normalisée qui justifie des taux «higher for longer» et pas seulement sur le court, des statistiques américaines qui accèdent un peu plus le scénario de soft landing et éloignent le spectre de la récession pour cette année, un nouvel équilibre à trouver sur les taux longs pour continuer d'attirer les investisseurs internationaux au premier rang desquels les Japonais, une dégradation de la signature américaine qui justifierait une prime de rendement supplémentaire ou simplement que le marché ne croit pas au scénario de l'effondrement imminent de la Chine agité par les médias.

Sur ces différents points, nous partageons les convictions suivantes en cette rentrée. Oui, le pic d'inflation est probablement derrière nous, mais cela ne signifie pas pour autant que l'inflation est maîtrisée et que la rentrée ne nous réservera pas quelques mauvaises surprises. Oui, le scénario le plus probable à court terme est celui d'un soft landing aux Etats-Unis, mais sans que celui d'une récession ne puisse être écarté à moyen terme et dans ce cas de figure la durée honnie aujourd'hui pourrait se révéler utile. Oui, la Chine est décevante, le ralentissement réel et la crise immobilière présente un risque certain, mais ces facteurs sont aussi porteurs d'espoirs en incitant les autorités chinoises à en faire plus. Enfin si un ralentissement économique semble largement priced in dans le cours des actifs chinois, c'est loin d'être le cas de tous les actifs qui continuent pour certains d'être priced for perfection. Il s'agit pour nous d'autant de points de vigilance en cette rentrée.

2. MARCHÉS DE TAUX

JACKSON HOLE : HAWKISH MAIS PAS TROP.

Soft landing = hausses de taux supplémentaires

La Banque du Japon (BoJ) a modifié sa politique de Yield Curve Control (YCC) en faisant passer le plafond du JGB 10 ans de 0.5% à 1%. Une telle décision des banquiers centraux japonais était censée pousser inévitablement les taux longs US au-dessus de 4% et, par ricochet, le Bund allemand à 2,6%. C'est exactement ce qui s'est passé mais si l'on y prête attention, la remontée des taux longs a eu lieu juste avant la réunion de la BoJ. Les emprunts du Trésor US à 10 et 30 ans sont bien passés au-dessus de 4% mais dès le 27 juillet après la publication du GDP du deuxième trimestre à 2.4% QoQ au lieu de 1.8% attendu. Certes, le mouvement haussier a pris de l'ampleur début août après cette fameuse décision de la BoJ, suivie par la décision de Fitch d'abaisser la notation des Etats-Unis de AAA à AA+. Mais la stricte vérité, c'est que le déclencheur du mouvement est bien le niveau du PIB au second trimestre qui valide encore plus le scénario de soft landing, éloignant de facto le spectre d'une récession. Cela a été confirmé par Jerome Powell à Jackson Hole : le problème de l'inflation n'est toujours pas résolu, la Fed devra poursuivre sa politique de hausse(s) de taux et les chiffres macroéconomiques confirmant la bonne tenue de l'économie US l'incitent à ne pas hésiter. Toutefois le ton utilisé par la Fed à Jackson Hole était moins agressif que ce que l'on aurait pu craindre. Il faut donc considérer que le scénario de récession n'est pas totalement écarté. Il est simplement considéré par la Fed et par les marchés comme un scénario alternatif à probabilité faible. Dans ces conditions, un réajustement des rendements sur toute la courbe était inévitable.

Fitch met les pieds dans le plat

L'agence de notation Fitch a mis sa menace à exécution et a retiré le AAA à la dette américaine. Cela n'affecte en rien notre perception de la qualité des emprunts du Trésor US ainsi que notre gestion. Depuis de très nombreuses années, nous affectons à chaque obligation que nous détenons le moins bon rating et non un rating moyen. Ainsi, dans nos portefeuilles, les Treasuries sont AA+ depuis août 2011. Nous avons toujours estimé que cette approche «worst of» est plus sincère que toute espèce d'appréciation de rating moyen. Que Fitch soit passé à l'acte, après les débats sans fin autour du plafond de la dette mais surtout en constatant la taille monstrueuse de la dette gouvernementale américaine et le déficit fiscal grandissant, n'est ni une surprise ni un événement majeur. Nous constatons simplement que la notation moyenne de la dette US retenue par les marchés vient de converger avec celle que nous utilisons depuis août 2011.

3. MARCHÉS ACTIONS

TOUT CE QUI BRILLE N'EST PAS D'OR...

La saison des résultats s'achève et permet de tirer un premier bilan de cette année si particulière sur les marchés actions. Ce bilan s'avère plutôt positif si on s'intéresse avant tout au ratio de sociétés publiant des résultats supérieurs aux attentes par rapport à celles qui déçoivent ou bien encore au niveau de surprise en absolu que ce soit en termes de chiffre d'affaires que de bénéfices. C'est d'ailleurs ces derniers chiffres qui surprennent le plus et justifient en partie la performance des actions sur la période récente : Les sociétés américaines ont toujours été assez adroites pour gérer les attentes des investisseurs et ensuite parvenir à les dépasser, mais ce trimestre-ci les sociétés du S&P500 en reportant des bénéfices par actions (BPA) supérieurs en moyenne de plus de 7% aux attentes (cf. G2) ont réalisé une performance historique. Cependant, si les surprises sont impressionnantes, la croissance béné-

ficiaire l'est nettement moins. Il faut dire qu'avec un recul de près de 6% des BPA en agrégé sur un an glissant, la saison des résultats du S&P500 est l'une des moins engageantes depuis plusieurs trimestres. Cette lassitude se retrouve également dans la réaction boursière aux publications de certaines des 7 valeurs (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Tesla, Nvidia, Microsoft) qui expliquent une part importante de la hausse de cette année. Si la plupart ont publié des trimestriels de très belle facture, ces résultats ont peiné à enthousiasmer les investisseurs : Les hausses éventuelles qui ont pu suivre ces publications ont eu tendance à s'effacer après quelques sessions. Il faut dire qu'après les fortes progressions de ces valeurs depuis le début d'année, le niveau d'attentes est clairement plus élevé, de même que le niveau de valorisation et laisse peu de place à une éventuelle déception.

G 2 : S&P500 RÉCAPITULATIF DES PUBLICATIONS TRIMESTRIELLES T2 2023

Sector	Reported		Earnings Surprise				Earnings Growth			
			+	=	-	%	+	=	-	%
S&P500	490	498	390	23	76	7,63 %	280	8	202	-6,18 %
Materials	29	29	21	0	8	7,89%	8	0	21	-29,25%
Industrials	69	69	51	6	12	8,49%	42	1	26	8,61%
Cons. Staples	33	37	29	1	3	7,28%	25	1	7	6,76%
Energy	26	26	20	1	5	3,42%	8	0	18	-51,42%
Technology	78	80	69	6	3	7,50%	48	1	29	3,47%
Cons. Discretionary	50	51	42	0	8	19,55%	33	1	16	32,67%
Communications	22	22	20	0	2	7,59%	15	0	7	14,39%
Financials	59	59	43	1	14	7,21%	35	2	22	5,63%
Health Care	64	65	58	0	6	5,08%	35	1	28	-27,39%
Utilities	30	30	18	4	8	2,53%	13	0	17	1,78%
Real Estate	30	30	19	4	7	3,02%	18	1	11	8,74%

Source: Bloomberg, S&P, Banque Eric Sturdza, 30/08/2023

En effet, les niveaux de valorisation restent élevés, en particulier aux États-Unis et appellent à demeurer relativement sélectif. Si certains signaux macro sont encourageants comme les signes d'un scénario de soft landing aux États-Unis, avec une économie qui reste forte et résiliente, d'autres éléments viennent tempérer notre enthousiasme et contrastent avec cette vision plutôt rose que peut donner cette saison des résultats. Ainsi, la reprise plus molle qu'escomptée en Chine interroge de même que son secteur immobilier toujours très fragile. Ensuite la situation géopolitique notamment en Europe de l'Est, plus récemment en Afrique constitue toujours un facteur de risque. Enfin en toile de fond, l'inflation pas complètement maîtrisée reste une menace.

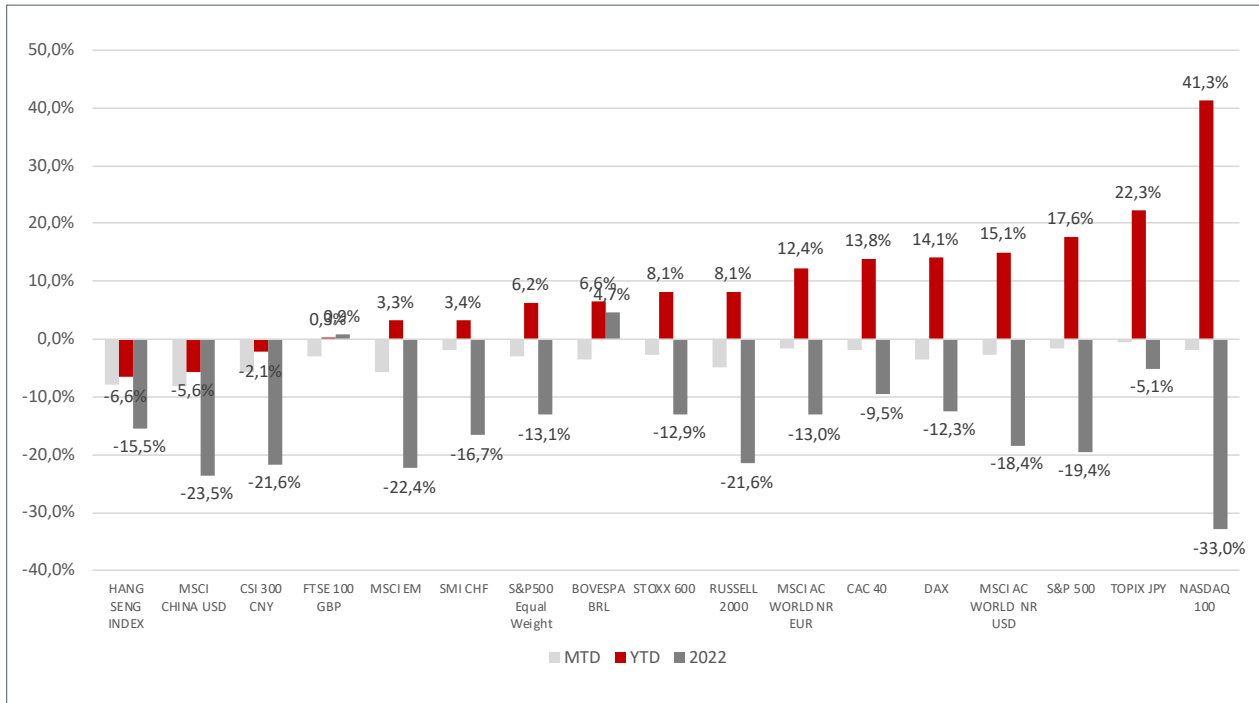
De manière préoccupante, les indices des directeurs d'achat, les fameux PMI, restent très fragiles et peinent à se maintenir au-dessus de 50, le seuil marquant la différence entre une phase d'expansion et de contraction. Si les services se montrent plutôt robustes, c'est loin d'être le cas des activités manufacturières en particulier en Europe, le PMI composite à 48,6 est tiré vers le bas par un très mauvais indice manufacturier à 42,7, reflet également de la contraction de l'activité en Allemagne.

Enfin, après des années de disette, il existe pour les investisseurs une alternative possible aux actions au travers des obligations de qualité qui offrent aujourd'hui un rendement en USD proche de 5-6%. Ce chiffre est certes légèrement inférieur aux attentes à long terme sur la classe actions et ne tient pas compte de l'inflation, mais positionne la classe obligataire comme un sérieux concurrent aux actions dans l'esprit des allocataires, d'autant qu'elle est moins sujette à la volatilité.

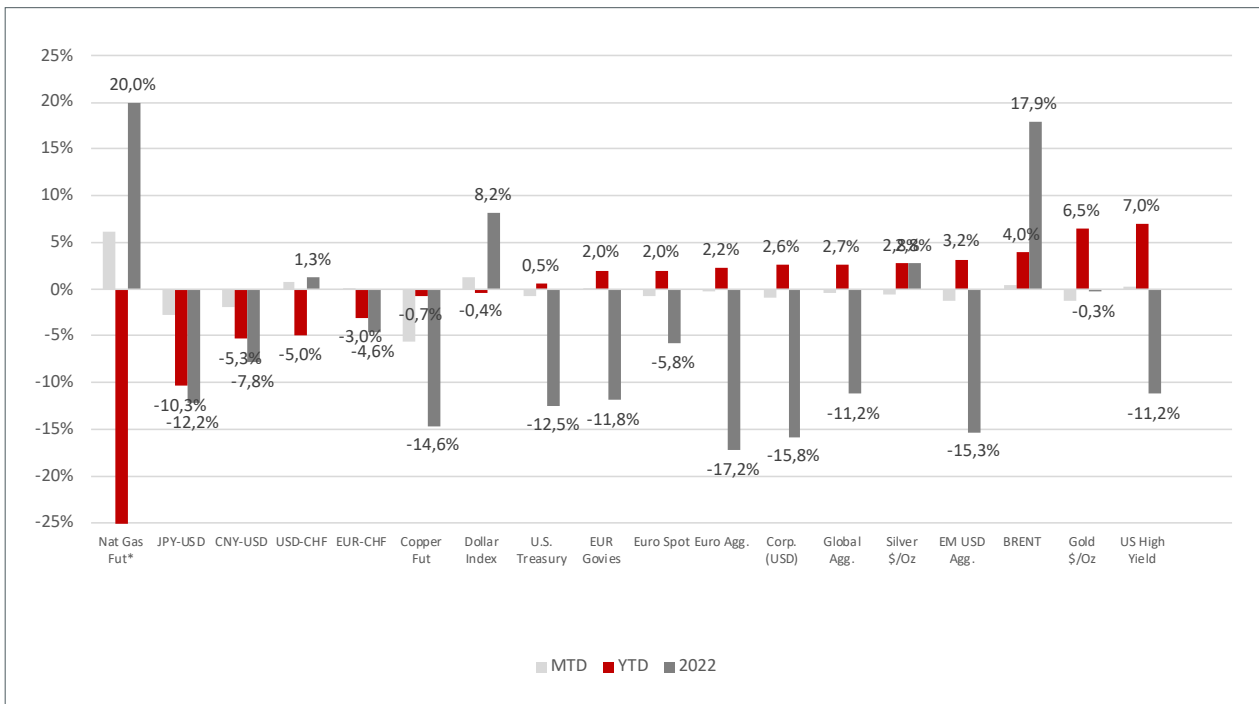
Dans ce contexte, nous maintenons notre biais sélectif sur les marchés d'actions et continuons de privilégier les expositions asymétriques au travers les stratégies long-short, ainsi que les produits structurés. La saisonnalité est traditionnellement moins favorable en Septembre et amener plus de volatilité, mais elle pourrait être source d'opportunités à saisir sur les marchés actions. Nous nous tenons prêts pour cela.

5. PERFORMANCES

PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 30/08/2023

* Natural Gas: -37.5% 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.

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 30/08/2023

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch