



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
NOVEMBRE 2023

SOMMAIRE

NOVEMBRE 2023

1. Editorial

Du jamais vu sur les obligations et un faux air de déjà vu sur les actions.

2. Marchés de taux

Cinq partout !

3. Marchés actions

Quand la marée se retire...

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

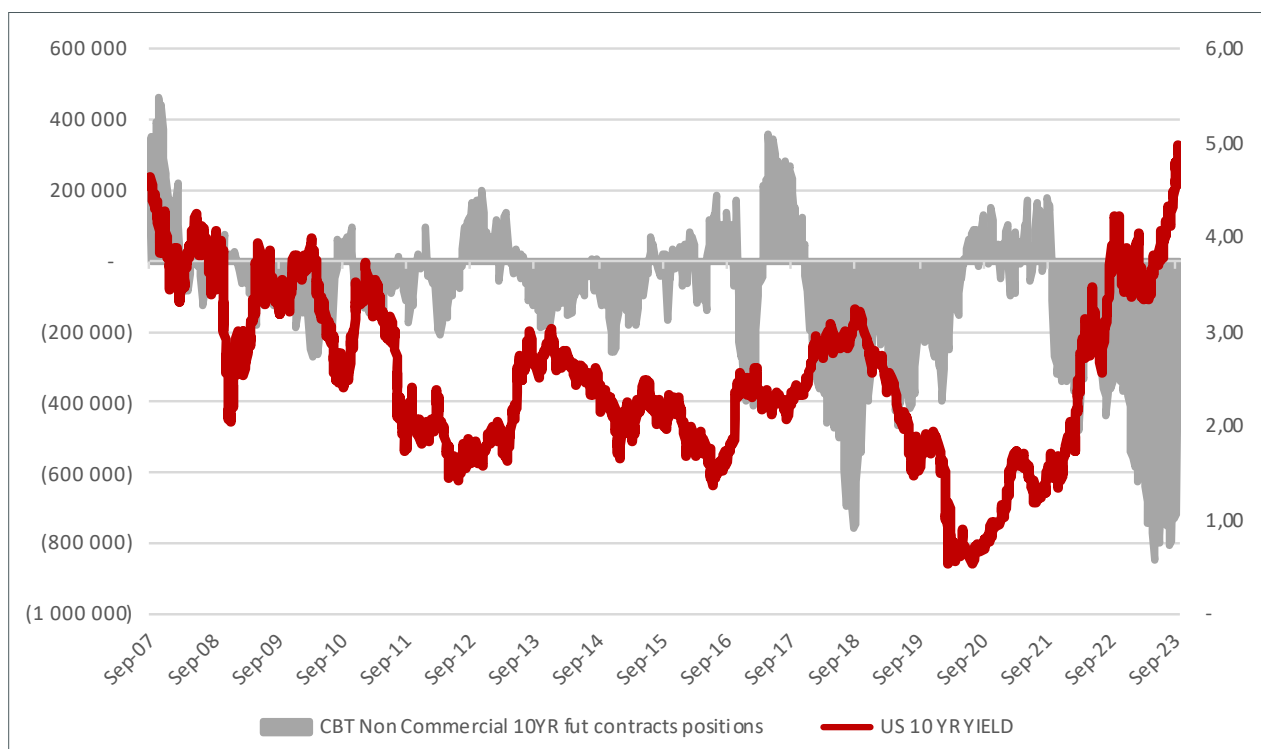
DU JAMAIS VU SUR LES OBLIGATIONS ET UN FAUX AIR DE DÉJÀ VU SUR LES ACTIONS.

Après un début d'année en fanfare sur les marchés financiers, ces derniers mois s'avèrent nettement plus compliqués. Les taux longs repartent de l'avant et le taux du 10 ans US touche brièvement 5.0 % ce mois-ci, un niveau qu'il n'avait plus connu depuis 2007. Dans son prolongement, le phénomène de hausse des taux longs se diffuse dans d'autres régions du monde comme en Europe.

Après l'annus horribilis 2022 sur les marchés obligataires, on pensait la normalisation post COVID derrière nous. Il n'en n'a rien été et le 10 ans US qui s'affichait encore à 3.30 % en mars 2023 a connu

une brutale accélération. La première raison est à chercher du côté de la croissance et par ricochet de l'inflation. Si la hausse des prix a connu une forte décélération depuis juin 2022, elle demeure sensiblement au-dessus de la cible de la Réserve Fédérale. Tout cela se reflète au travers d'une prime de terme plus importante. Cette inflation plus élevée est également le résultat d'une activité économique plus robuste et forte qu'anticipée. Si la vigueur du consommateur américain y est pour beaucoup, la dépense publique joue un rôle majeur avec un déficit public américain qui devrait approcher la somme colossale d'USD 2 trilliards cette année. C'est autant de dette à émettre pour le Trésor et qui s'ajoute à celle existante qui doit être rollée. Ceci intervient

G1 : RENDEMENT DU 10 ANS US VS. POSITIONS NETTES EN CONTRATS FUTURES US 10 ANS



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

à un moment où les acheteurs moins sensibles au prix que sont la Réserve Fédérale, la Chine, le Japon et les pétro-monarchies réduisent ou stoppent leurs achats, laissant la place à d'autres (banques, hedge funds, etc.) plus sensibles au prix. Cette recherche d'un nouvel équilibre explique aussi la pression sur les taux longs.

La remontée des taux longs se fait ressentir sur les performances des marchés obligataires et en particulier celles des obligations du Trésor américain qui sont en passe d'afficher une performance négative pour la 3^e année consécutive. Du jamais vu ! Si le crédit s'en sort un peu mieux grâce au portage offert par les signatures privées, la déception en matière de performances est à la hauteur du choc connu par les investisseurs sur les marchés obligataires. Malgré cela, il est probablement trop tôt pour enterrer cette classe d'actifs. La hausse des taux courts touche probablement à sa fin : C'est déjà ce qui est indiqué par la BCE et la FED n'est vraisemblablement pas loin derrière. En second lieu, avec un taux 10 ans proche de 5,0%, le couple rendement risque est plus attractif et susceptible d'attirer de nouveaux groupes d'investisseurs. Ensuite, les investisseurs spéculatifs ont rarement été aussi vendeurs de taux longs, et témoigne d'un possible point d'inflexion. Enfin tristement, dans un contexte d'incertitude renouvelée au Moyen Orient, les obligations longues gouvernementales pourraient retrouver leur rôle de valeur refuge plus rapidement qu'anticipé.

Après un été déjà pas fameux, les marchés d'actions corrigent. Malgré des statistiques économiques encourageantes, les marchés chinois restent englués dans une crise immobilière et peinent à se stabiliser. Le marché suisse est dans le rouge, victime de sa concentration et des contre-performances de Roche et Nestlé. Les marchés européens ne font guère mieux et effacent la majeure partie de leurs gains de début d'année, le retour en grâce de certains thèmes Value comme les pétrolières n'étant pas suffisant pour compenser la perte de momentum des valeurs de croissance. Même le Nasdaq et

le S&P500 qui semblaient jusqu'ici intouchables entrent dans une phase de correction (baisse supérieure à 10% depuis son point haut) et certaines des 7 valeurs qui avaient tiré les indices jusqu'ici finissent par lâcher...

Après la décennie TINA (There Is No Alternative), les marchés actions américains souffrent désormais de la concurrence des marchés obligataires. Le contexte géopolitique qui se dégrade rapidement au Proche Orient et ses répercussions sur le prix du pétrole n'aident pas à la prise de risque sur les marchés actions. Et pourtant... Les dernières statistiques économiques en Chine et aux Etats-Unis ont plutôt surpris positivement et témoignent de la résilience des deux économies et de leurs consommateurs. Tout aussi encourageant, les dernières publications montrent que les résultats des entreprises américaines après avoir reculé pendant trois trimestres sont en passe de rebondir. Si on ajoute à cela que sous l'effet de la baisse des marchés, les valorisations actions apparaissent aujourd'hui plus raisonnables en particulier hors grandes valeurs de croissance américaines.

Dans un environnement géopolitique incertain et avec des performances dégradées sur les marchés obligataires et actions et une polarisation extrême des marchés actions la prudence est de mise et l'accent reste mis autour de quelques idées fortes :

- **Maintien d'une allocation diversifiée entre actifs risqués (actions, crédit) et valeurs refuges (Or, Franc Suisse, Yen).**
- **Appétence pour les marchés obligataires dans une logique de portage, mais également de manière croissante pour le risque de taux.**
- **Portefeuille actions « barbell » : compléter les expositions US par d'autres zones géographiques et rechercher l'équilibre les valeurs de croissance par des secteurs plus « value » favorisés par un environnement de taux plus élevés.**

2. MARCHÉS DE TAUX CINQ PARTOUT !

Cash is king... Pour l'instant

Les placements monétaires et à très court terme sont actuellement privilégiés par les investisseurs. Ces derniers se demandent pourquoi s'aventurer sur des marchés volatils et à performances aléatoires lorsque le taux sans risque présente un attrayant rendement de 5.5%. Ce calcul payant à très court terme se révèle une mauvaise idée à moyen-long terme car les marchés offrent des perspectives de rendement et performances bien plus attrayantes qu'un taux monétaire qui ne peut que redescendre d'ici quelques mois. Au cours du mois d'octobre, les taux longs US ont poursuivi leur progression, à peine freinée par une brève détente immédiatement après le retour du risque géopolitique au Moyen-Orient. Les marchés ont désormais totalement intégré le concept «higher for longer» de la Fed et les taux longs se sont réajustés. Aujourd'hui, la courbe se «désinverse» à toute allure et nous allons très bientôt nous retrouver en présence d'une courbe totalement plate à 5%, hors marché monétaire. Un tel comportement est classique lorsque l'on entre dans une phase terminale de cycle de hausses de taux. Il est juste exacerbé par les circonstances que nous venons d'évoquer.

Les marchés ont désormais intégré le concept «higher for longer» de la Fed et les taux longs se sont réajustés.

« Buy and hold »

Les stratégies «buy and hold», sous la forme de portefeuilles investis en lignes directes ou de fonds datés, ont le vent en poupe. A très juste titre, les investisseurs frustrés par plus d'une décennie de taux proches de zéro ont enfin une occasion de redonner à ce type de gestion ses lettres de noblesse. Ils doivent en profiter absolument car les rendements actuels sont extrêmement attrayants. Par exemple, un portefeuille Investment Grade en dollars à maturité 2 ans offre un rendement actuariel de 5.8%. Toutefois, une stratégie obligataire équilibrée ne peut pas tenir debout sur une seule jambe. Il n'est pas raisonnable d'absolument tout miser sur le « buy and hold » malgré ses nombreux avantages.

Préparer 2024... et la suite

Les taux réels longs à 2.5% sont bien plus importants à nos yeux que le franchissement du niveau historique de 5% par les taux nominaux. Cette tendance va se poursuivre sur les marchés de taux longs et tant qu'il ne survient aucun accident, il n'y a aucune raison pour qu'elle s'inverse. En revanche, il suffirait qu'un problème surgisse et les taux pourraient repartir dans l'autre sens sous la forme d'un bullish steepening. Tout d'abord grâce à un mouvement de fuite vers la qualité mais surtout, l'apparition du moindre accident remettrait immédiatement en cause le «higher for longer» si cher à Jerome Powell. Dans la foulée, les anticipations de baisses de taux des grandes banques centrales réapparaîtraient comme par enchantement. Il reste encore deux mois pour clôturer ce millésime 2023 mais selon toute vraisemblance, les indices US Treasuries vont terminer en territoire négatif pour la troisième année consécutive. Du jamais vu! Par conséquent, il ne faut pas enterrer cette classe d'actifs trop rapidement sous peine de déconvenues dans les deux ou trois années qui viennent.

3. MARCHÉS ACTIONS

QUAND LA MARÉE SE RETIRE...

Le mois d'octobre confirme le mouvement amorcé au milieu de l'été et l'inquiétude des intervenants de marché envoie le S&P500 sur un support test autour 4200 points soit 9% plus bas que le top touché fin juillet.

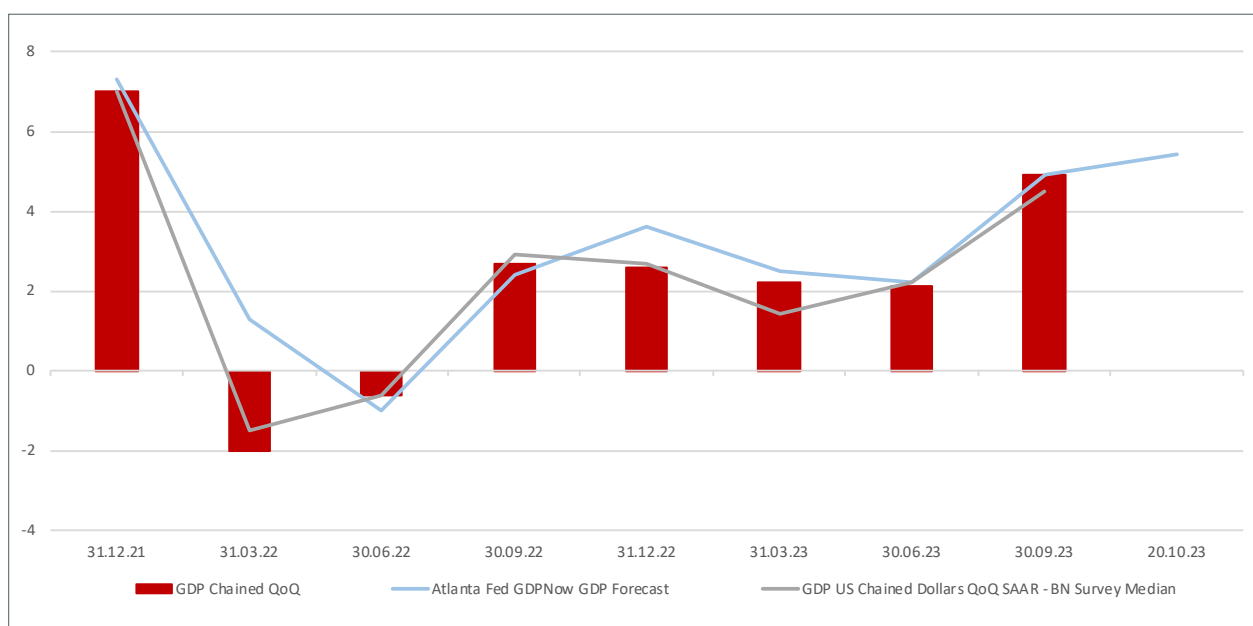
La saison des résultats d'entreprises du troisième trimestre est déjà bien entamée. 60% des entreprises du S&P500 ont publié leurs résultats trimestriels et les surprises sont à ce stade plutôt positives, particulièrement au niveau des bénéfices. En effet, la croissance est plus soutenue (+2.9%) et notamment celle des secteurs de la communications (+36%) et de la consommation discrétionnaire (+52.8% grâce aussi à Amazon). Elle marque également le retour de la progression des BPA après un recul sur les 3 derniers trimestres.

Du côté du Vieux Continent la photo bien que partielle du fait d'obligations de reporting moindres

en Europe est, pour le moment, bien différente. Même si les bénéfices surprennent légèrement à la hausse, les ventes des sociétés qui publient sont en baisse de près de 5%. Ce chiffre est fortement impacté par le recul des profits dans les secteurs des «Materials» et celui de l'Énergie (-52%). Effets de base obligent, ce sont ces mêmes secteurs qui soutenaient la croissance 1 an plus tôt, il s'agit donc là plutôt d'une normalisation.

La tension est palpable et à l'heure où les taux franchissent des sommets (le taux du 10 ans américain juste en dessous de 5%, tout proche donc des niveaux de rendements des bénéfices des entreprises du S&P500), il n'y a plus de place pour se cacher et l'appel d'air pour l'investisseur institutionnel est fort. La volatilité rebondit bien qu'elle reste toujours contenue autour de 20% en Europe et aux Etats-Unis. Autre signe de tension, les entreprises qui publient des résultats en dessous des attentes et/

G 2 : PIB ETATS-UNIS VS FED NOWCAST ET CONSENSUS DE MARCHE



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

ou qui révisent leur guidance voient leurs cours de bourse littéralement sanctionnés avec des baisses rarement observées, au-delà de -20% sur une séance de bourse.

Même s'il est trop tôt pour tirer des conclusions, nous continuons d'observer une importante résilience américaine comme en témoigne la dernière révision de croissance annuelle fraîchement annoncée à +4.9% (cf. graphique)

Les modèles de prédiction de récessions à 12 mois sont revus et la probabilité passe de 70% à 56% en quelques semaines. L'inflation sur une année glissante stabilise à 3.7% fin septembre et l'inflation Core continue de baisser en direction de 4%.

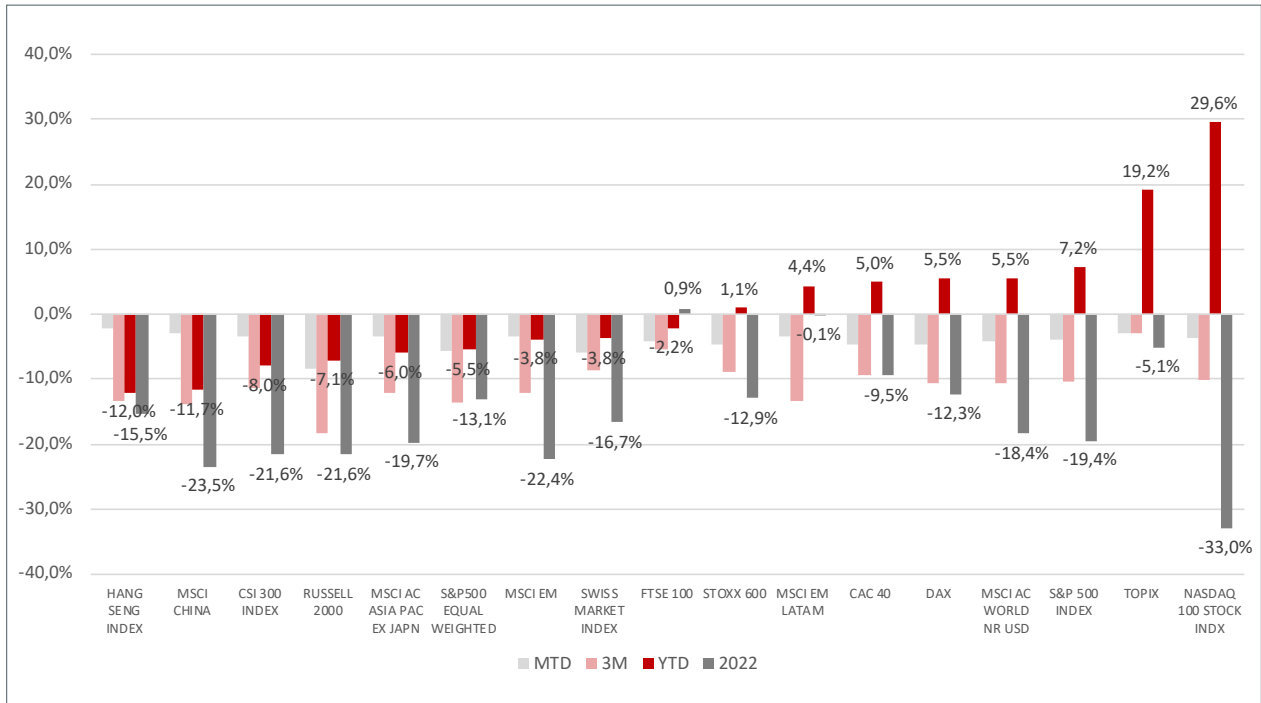
En Europe les taux sont également à des niveaux élevés (bon du trésor 10 ans Allemand juste en dessous de 3%). Les indices des directeurs d'achat (PMI) continuent de percer sous les 50, synonymes de contraction de l'activité économique et les ventes de détails sont en territoire négatif, mais les surprises économiques après avoir été très longtemps en territoire négatif donnent l'impression de tourner.

La situation géopolitique mondiale amplifie les incertitudes et notamment au proche Orient où un conflit plus large pourrait avoir un impact important, tant sur les relations internationales et se traduire par un regain d'intérêt sur certains actifs, comme le pétrole et l'or.

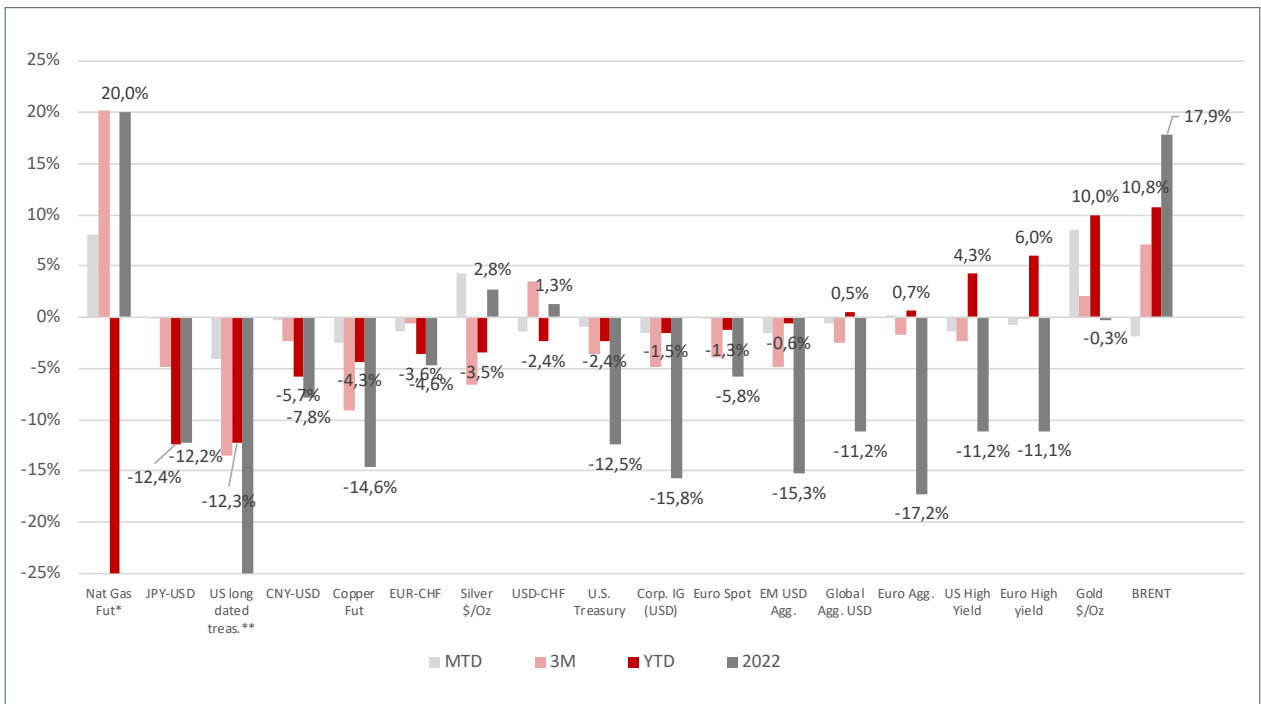
Dans cet environnement nous profitons des conditions de taux élevés et de la volatilité plus contenue pour optimiser le ratio risque rendement de nos investissements actions au travers de solutions structurés. Elles permettent d'offrir en effet une participation à la performance des marchés actions tout en bénéficiant d'une protection du capital.

5. PERFORMANCES

PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 28/10/2023

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.

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 28/10/2023

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch