



BANQUE  
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE  
DÉCEMBRE 2023

# SOMMAIRE

## DÉCEMBRE 2023

### **1. Editorial**

Effets miroirs.

### **2. Marchés de taux**

Ne pas céder aux plaisirs éphémères.

### **3. Marchés actions**

Focus sur le marché chinois.

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

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

### **5. Performances**

# 1. ÉDITORIAL

## EFFETS MIROIRS.

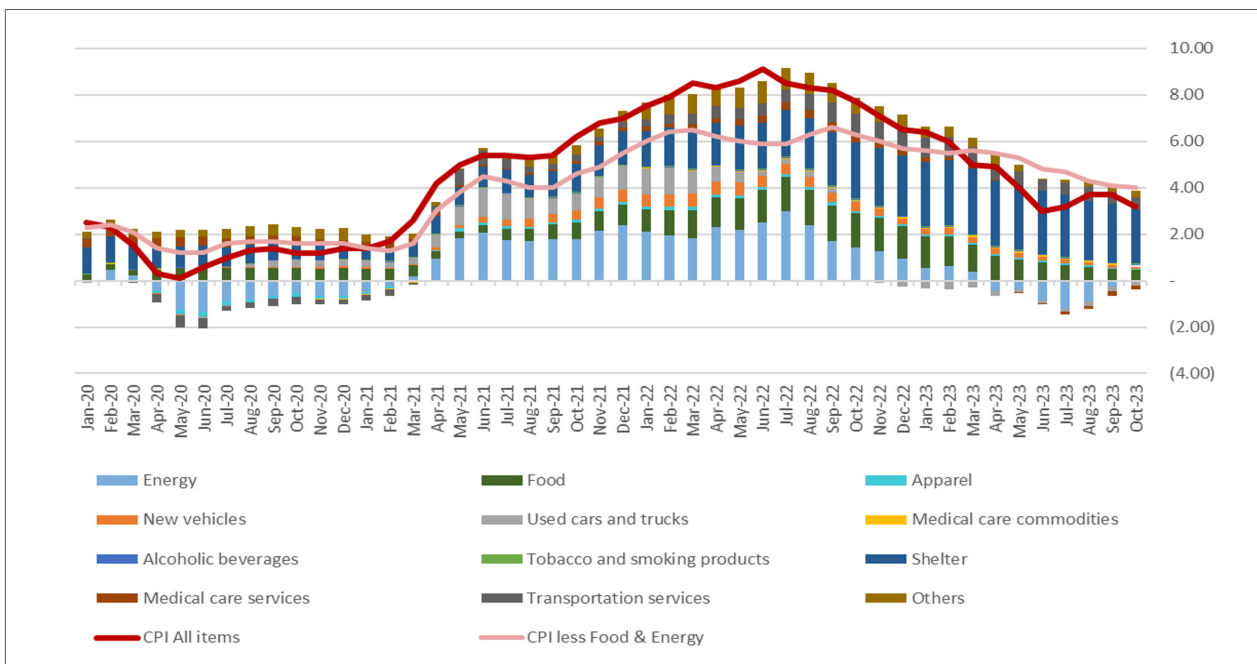
**C'est sans nul doute l'image qui vient à l'esprit en ce mois de novembre. Après avoir souffert ces derniers mois de la remontée rapide des taux longs américains (le taux à 10 ans US approchant même en Octobre le seuil fatidique de 5.0%), les marchés financiers saluent en fanfare la détente observée ce mois-ci sur les taux longs. Les marchés financiers se plaisent à surprendre les investisseurs en basculant d'un extrême à l'autre.**

Comme bien souvent au cours de ces deux dernières années, on retrouve à l'origine de ce contre-pied le sujet de l'inflation. La publication d'un indice des prix à la consommation plus faible qu'anticipé et qui affiche une modeste progression à 3.2% en glissement annuel aura servi de catalyseur. Alors que le mouvement de désinflation semblait marquer le

pas depuis quelques mois, cette modeste hausse des prix à la consommation est saluée par la communauté financière. Ceci est d'autant plus vrai qu'une fois exclue la contribution du «shelter» (logement), la hausse des prix serait contenue et déjà revenue dans la cible de la Réserve Fédérale. Cela suffit pour nourrir l'espoir que la Réserve Fédérale en a fini avec son cycle de relèvement de taux, voire pour les plus audacieux d'anticiper les premières baisses de taux.

En quelques semaines, le taux du 10ans US chute de près de 5.0% à 4.4%, ce qui se traduit par un net redressement des performances obligataires en particulier celles les plus sensibles au risque de taux. L'autre variable d'ajustement majeure est l'US Dollar surévalué par rapport à la plupart des devises du G10 a moins de raisons de se maintenir à un niveau élevé et tend à baisser assez logiquement, dès lors que la FED se montre plus «dovish». La baisse

G1 : US CPI YOY ET SES PRINCIPALES COMPOSANTES



Source: BLS, Banque Eric Sturdza, 31/10/2023

de l'US Dollar s'accompagne de la poursuite de la hausse de l'Or. Les marchés actions ne se montrent pas non plus insensibles à la baisse des taux longs et rebondissent également avec une mention particulière pour les valeurs de croissance.

Si la détente des taux longs profite à court terme aussi bien aux marchés obligataires qu'aux actions, cette situation pourrait s'avérer plus compliquée à moyen terme. En effet, si la chute de l'inflation devait s'expliquer par un recul de l'activité économique et une possible récession, l'environnement devrait rester favorable aux obligations et à la durée, probablement nettement moins aux actions. Un autre facteur d'incertitude demeure un possible revirement de la Réserve Fédérale si l'inflation devait repartir à la hausse. Enfin si la trajectoire des taux longs est justifiable, la rapidité et l'ampleur du mouvement intertemporel, le risque de déception pouvant être conséquent en cas de léger retour en arrière.

Parmi les autres éléments marquants de ce mois, on peut également citer la détente des prix du pétrole qui traduit le fait que la perception du risque géopolitique et celle d'un embrasement généralisé au Moyen Orient ont décliné.

Difficile aussi de ne pas évoquer la légère détente observée dans les relations entre la Chine et les Etats-Unis. La rencontre entre Xi-Jinping et Joe Biden en est une expression visible, et la communauté des affaires n'est certainement pas étrangère à ce rapprochement tant l'interdépendance économique des deux pays est grande. Si la performance des actions chinoises a cette année été encore une fois décevante, cette détente augure néanmoins des perspectives plus encourageantes pour 2024. Il s'agit là d'un point sur lequel nous revenons plus en détail dans notre section Actions .

**Si nous indiquions dans notre précédente lettre que nous devenions plus favorables à l'ajout de durée, la rapidité de la détente des taux longs incite à maintenir un certain degré de prudence, tout en maintenant nos principaux messages d'allocation.**

- **Appétence pour les marchés obligataires dans une logique de portage, mais également de manière croissante pour la durée.**
- **Portefeuille actions diversifié: compléter les expositions US par d'autres zones géographiques.**
- **Stratégie Barbell consistant à rechercher l'équilibre les valeurs de croissance et des secteurs plus «value».**

## 2. MARCHÉS DE TAUX

### NE PAS CÉDER AUX PLAISIRS ÉPHÉMÈRES.

#### 150 000, la règle de Sahm simplifiée

Claudia Sahm, brillante économiste, avait trouvé, lors de son passage à la Fed, un moyen à la fois ingénieux et relativement simple pour prédire une récession. Il fallait prendre la moyenne mobile 3 mois du taux de chômage et la comparer au taux de chômage le plus bas constaté au cours des douze derniers mois. Si le premier résultat était supérieur d'au-moins 0.5 % au second, l'économie américaine était censée plonger en récession. Et ça marchait ! Au sein de la communauté des gérants obligataires, nous appliquons une règle encore plus simple : lorsque les créations d'emplois passent brutalement à 150 000, il faut s'attendre à un hard landing dans les mois qui suivent. La publication des Non-Farm Payrolls début novembre a donc revêtu une importance encore plus grande qu'à l'accoutumé car nous avons atteint ce chiffre symbolique de 150 000 synonyme de bye-bye soft landing ! La bonne tenue des marchés obligataires s'est maintenue après la publication de statistiques d'inflation encourageantes (3.2 % sur un an). Par conséquent, depuis que le 10 ans US a franchi brièvement le niveau de 5 % le 23 octobre, les marchés obligataires évoluent en apesanteur. Est-ce un bear market rally ? Pour l'instant, la progression admirable des marchés de taux en novembre (la meilleure performance mensuelle depuis 2008) risque d'invalider notre prédiction de performance 2024 à deux chiffres pour les Treasuries, sauf si nous faisons preuve de mauvaise foi en considérant que l'année 2024 a débuté le 23 octobre !

#### La duration n'est pas morte !

Méfions-nous des plaisirs éphémères. C'est de cette manière que nous qualifions désormais les investissements en marchés monétaires ou en obligations très courtes en « buy and hold ». Il est en effet toujours très tentant de se faire plaisir en figeant des rendements attrayants (mais déjà beaucoup moins qu'au mois d'octobre). Toutefois, cette stratégie soulève deux problèmes. Lorsque les échéances de ces placements surviendront dans six à douze/ dix-huit mois, les taux seront plus bas et ne permettront pas de renouveler ces investissements sur des niveaux de rendements intéressants. Ensuite, le train du marché haussier obligataire sera déjà parti et les investisseurs en plaisirs éphémères resteront sur le quai. Il faut savoir se faire violence et renoncer à des rendements certes attrayants à très court terme pour favoriser des stratégies plus dynamiques. Les dépôts fiduciaires et autres fonds obligataires datés à échéances courtes ont donc vécu. Ils étaient les placements « stars » de 2023 mais maintenant, place à la duration !

# 3. MARCHÉS ACTIONS

## FOCUS SUR LE MARCHÉ CHINOIS.

### Une croissance chinoise inégale en 2023.

Les exportations chinoises restent pénalisées par la faiblesse de la demande mondiale, le secteur de l'immobilier demeure un frein à la reprise de l'investissement, tandis que la consommation reste le point positif, aidé notamment par le secteur des services très performant. Après une reprise générale de la consommation à la suite de la réouverture du marché chinois au début de l'année, ce rebond de la consommation est devenu plus polarisé au cours des derniers mois. Le segment haut de gamme de la consommation continue de bien se comporter dans son ensemble, alors que le segment moyen de gamme a plutôt eu tendance à s'affaiblir. Les consommateurs sont plus sensibles aux prix et se tournent vers des options moins chères. Cela se reflète dans les chiffres de ventes des sociétés actives dans le secteur de la consommation au troisième trimestre. La bonne croissance des volumes a souvent été partiellement compensée par des baisses de prix de vente moyen. Le ralentissement prolongé du secteur immobilier et la faiblesse de la demande extérieure continuent de peser sur la confiance des consommateurs et des entreprises en Chine.

### L'intensification de la politique de reflation

Les responsables politiques chinois ont pris une série de mesures au cours des derniers mois visant à stabiliser la croissance économique et, surtout, à restaurer la confiance. Ces mesures vont de programmes d'achats d'actifs à l'augmentation des dépenses budgétaires, en passant par le soutien à une politique de logement public et aux promoteurs immobiliers.

En octobre, le fonds souverain chinois a acheté des actions des quatre grandes banques ainsi que des ETF pour renforcer son soutien aux actions. Le gouvernement chinois, dans un geste rare, a fortement augmenté son budget fiscal et approuvé des obligations souveraines d'une valeur de 1000 milliards de yuans (138 milliards de dollars) pour améliorer et relancer l'investissement dans les infrastructures urbaines.

En novembre, des mesures spécifiques ont été prises pour stabiliser la construction et la croissance immobilières ainsi que pour soutenir les promoteurs immobiliers. Le gouvernement prévoit de fournir au moins 1000 milliards de yuans de financement à faible coût aux programmes nationaux de rénovation des villages urbains et de logements abordables. Dans la même veine, le gouvernement est engagé à résoudre le problème des surcapacités dans l'immobilier commercial en transformant certains biens en logements publics afin d'aider les jeunes travailleurs et les migrants des grandes villes. Les autorités de régulation chinoises sont également en train de dresser une liste de 50 promoteurs qui pourront bénéficier d'une série de financements.

## Le rechauffement des relations sino-américaines

Pour les milieux d'affaires chinois, les relations entre les États-Unis et la Chine constituent la principale préoccupation. De ce point de vue, la rencontre entre Xi et Biden à San Francisco ce mois-ci est perçue comme constructive, ce qui contribue à réduire une partie de l'incertitude géopolitique à court terme. Les deux parties poussées par les milieux d'affaires ont intérêt à travailler ensemble plutôt que de se montrer hostiles. Il y a eu quelques signaux concernant une « collaboration » potentielle, comme la réduction de diverses restrictions commerciales, la facilitation de l'accès au marché chinois pour les entreprises étrangères, et les médias américains et chinois ont en effet rapporté la réunion comme étant constructive.

À ce stade, les États-Unis et la Chine ont tous deux pour priorité leur économie plutôt que la géopolitique. Les États-Unis doivent trouver le bon compromis entre croissance et inflation à l'approche de l'année électorale, tandis que la Chine doit stabiliser sa croissance et son marché immobilier et restaurer la confiance à court terme. Et ce, malgré la situation géopolitique difficile entre les deux grandes puissances à long terme.

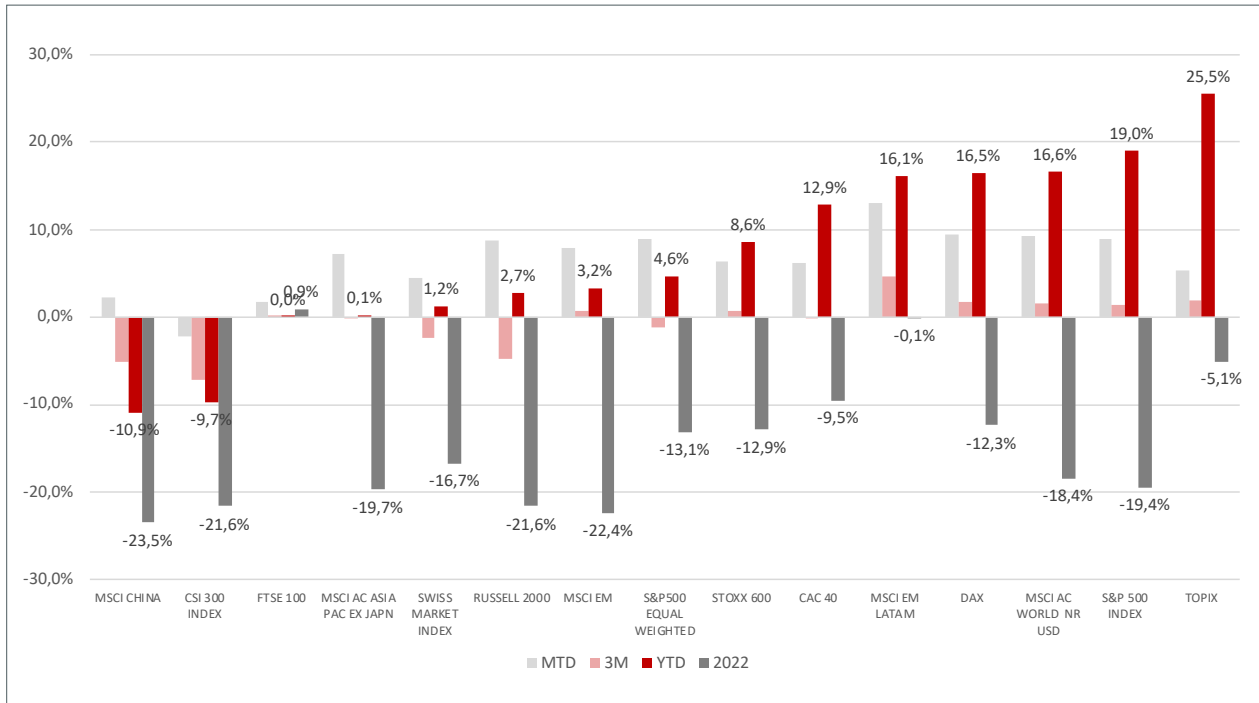
## Faible valorisation + politique de reflation + amélioration de la géopolitique = surperformance des actions chinoises

Les actions chinoises ont la valorisation la plus faible (P/E forward à 10 du MSCI China) parmi les principaux marchés d'actions au niveau mondial. Le ralentissement de l'immobilier en Chine semble terminé et la restructuration du secteur est bien engagé. Avec un taux d'épargne brut de 45 %, la Chine est de loin le pays qui épargne le plus parmi les grandes économies. Si l'immobilier n'est plus une alternative pour l'épargne, le marché des actions l'est. Avec l'accélération de la politique de reflation de Pékin et l'amélioration des relations entre les États-Unis et la Chine à court terme, la confiance devrait revenir. En fait, les dernières données économiques indiquent déjà une amélioration.

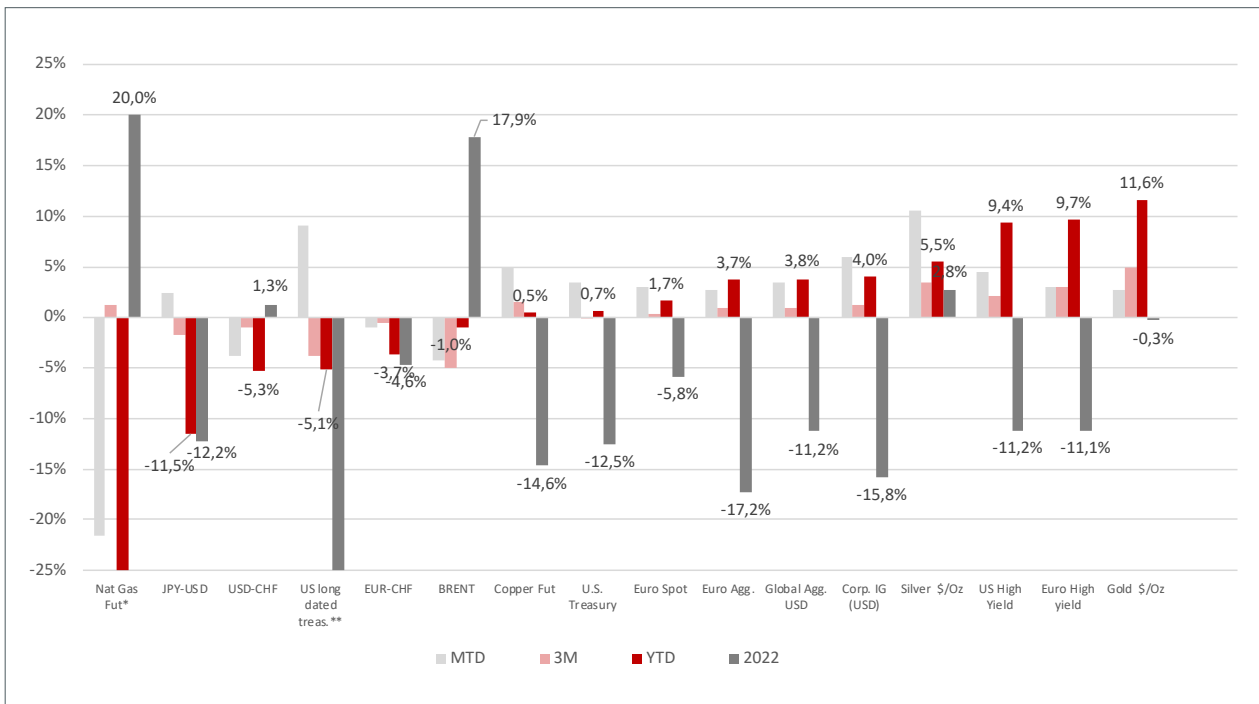
**Si le thème des actions chinoises s'est révélé pénalisant ces dernières années, le début de normalisation des relations sino-américaines, la politique volontaire de reflation et la faible valorisation du marché chinois font de ce marché et par extension de l'Asie des zones d'investissement attractives.**

# 5. PERFORMANCES

## PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



## PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 28/11/2023



## 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 obligataire Senior**

**Jeremy Dutoit, Responsable Advisory**

**Shasha Li Mafli, gérante Actions Asie**

## Achévé de rédiger

**le 28/11/2023**

## Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch