



BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES
3^E TRIMESTRE 2023

SOMMAIRE

3^E TRIMESTRE 2023

1. Editorial

Podium.

2. Point de vue Macro

Chronique d'une récession annoncée.

3. Marchés de taux

Récession ? Quelle récession ?

4. Marchés actions

Douceur estivale dans un monde en mouvement.

5. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

6. Performances

1. ÉDITORIAL

PODIUM

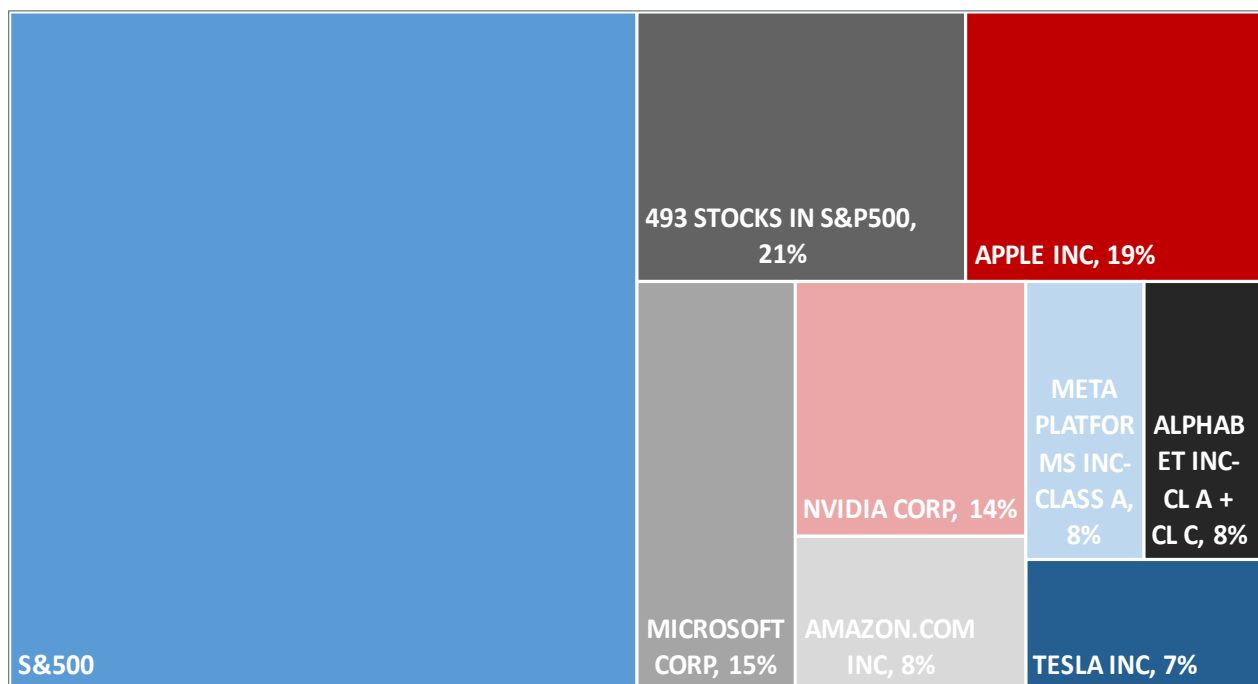
Le premier trimestre 2023 avait été marqué par la crise du secteur bancaire. Plus précisément par les déboires des banques de taille moyenne aux Etats-Unis et par l'effondrement du Crédit Suisse de ce côté de l'Atlantique. La détermination des banques centrales et les sauvetages éclairés ont permis de vite passer à autre chose... et le deuxième trimestre a au contraire mis en évidence 3 gagnants : La banque centrale Américaine, le secteur technologique aux Etats-Unis et le marché Japonais.

Au risque de crier victoire un peu tôt il semble que la trajectoire d'inflation donne des signes encourageants. Certes la baisse des matières premières est pour beaucoup dans ce constat mais les Etats-Unis ont vu leur inflation headline passer de 6.5 % fin 2022 à un peu plus de 3.5 % à juin 2023.

Jérôme Powell reste prudent et comme il l'a rappelé la banque centrale a simplement «sauté son tour» en ne modifiant pas ses taux le 14 juin. Néanmoins le pic de taux tant guetté par les investisseurs est en vue : une affaire de quelques semaines et un niveau de l'ordre de 5.6% : le combat anti inflation est en passe d'être gagné les marchés réfléchissent déjà au coup d'après.

Le secteur technologique avait déjà joliment progressé en début d'année, le deuxième trimestre a marqué une accélération grâce à un buzz Intelligence Artificielle particulièrement prégnant. Tout lecteur de presse financière est désormais familier avec la société NVIDIA, ses près de 200% de progression sur l'année, ses 1000 Milliards de capitalisation. Il est vrai qu'il n'est pas si fréquent pour une société de «surfer» successivement grâce à 3 énormes accélérateurs de croissance et c'est pourtant ce qui est

GRAPHIQUE 1 : VISUALISATION DE LA PERFORMANCE S&P500 AU TRAVERS DES PRINCIPALES CONTRIBUTIONS INDIVIDUELLES



Source: S&P DJ Indices, Howard Silverblatt, YTD

arrivé à Nvidia : incontournable pour l'industrie du jeu vidéo, puis incontournable dans l'activité du minage des crypto-monnaies et aujourd'hui grand gagnant de l'intelligence artificielle.

Sans être aussi spectaculaires les progressions des autres « megacaps » de la technologie sont également très impressionnantes (Facebook 128 %, Apple 47 % Microsoft 39 %...).

Identifier une thématique porteuse est une chose, trouver les gagnants de long terme en est une autre.

Des gains très rapides, une concentration de performance sur un très petit nombre de titres, est-on en train de rééditer un scénario proche de celui de l'année 2000 ?

Incontestablement le secteur est cher : Le Nasdaq se paie 32 fois les résultats 2023, les GAFAM sont sur un multiple de 37,5 fois. On est néanmoins très loin des multiples des megacaps de l'année 2000. A leur pic les MICO (Microsoft, Intel, Cisco, Oracle) se sont payées près de 90 fois les résultats ! (Source cahiers verts). Cela étant l'exercice de comparaison apporte un autre éclairage : identifier une thématique porteuse est une chose, trouver les gagnants de long terme en est un autre. Si Microsoft est toujours parmi les plus grosses capitalisations du monde les étoiles d'Intel ou de Cisco ont pali.

Au final l'engouement Tech est sans doute un peu excessif mais est loin de présenter les mêmes risques qu'à la fin des années 90.

Reste le Japon : près de 29 % de progression sur le Nikkei, 23 % pour le Topix, les actions japonaises ont progressé avec une belle régularité au cours des dernières semaines. Plusieurs raisons sont avancées : une devise faible qui aide les exportateurs, la possible fin de la déflation, des flux d'investisseurs qui – lassés de la faiblesse des marchés chinois – se reportent sur le Japon accompagnés par ceux qui emboîtent le pas de Warren Buffet (récemment très acheteur de valeurs Japonaises). Il faut y ajouter des raisons plus fondamentales : il semble que les dirigeants d'entreprise souhaitent voir l'actionnaire mieux récompensé, en témoigne la brutale accélération des rachats de titres d'entreprises.

Un podium ne compte que 3 marches et pourtant il aurait aussi fallu citer les marchés du crédit qui font leur chemin. Le High yield notamment a fait un beau parcours ces derniers mois. (5 % environ depuis le début d'année en Europe). Nous avons ressensibilisé les portefeuilles au crédit Investment Grade depuis l'été dernier notamment sur la partie USD, les obligations dans leur ensemble nous semblent toujours intéressantes, après ce grand rally boursier elles offrent un rendement risque d'autant plus attrayant. L'échéancier de la FED désormais plus clair et mieux intégré par les marchés permettra d'allonger progressivement la durée. Le temps de laisser les marchés décanter faire sienne la devise de Andrew Mellon : gentlemen prefer bonds !

2. POINT DE VUE MACRO

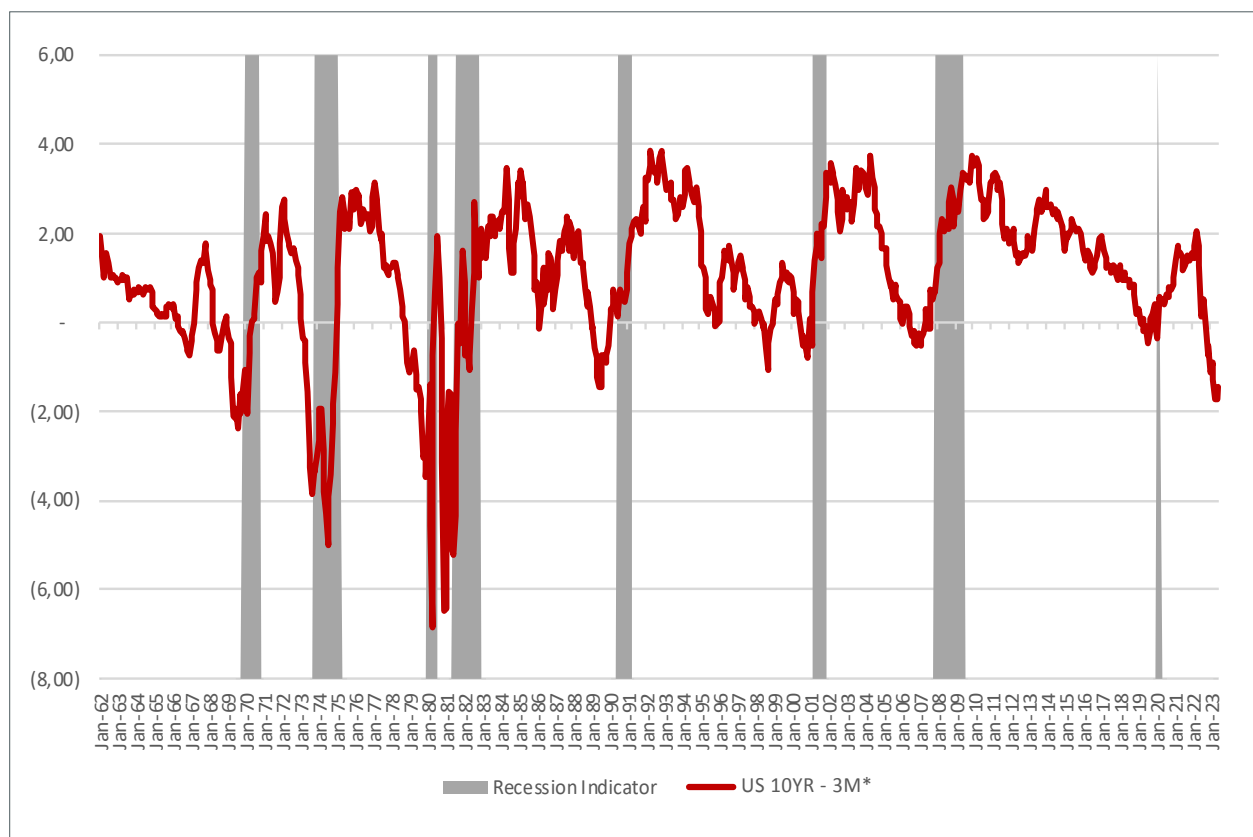
CHRONIQUE D'UNE RÉCESSION ANNONCÉE

Dans le roman *Chronique d'une mort annoncée* par Gabriel Garcia Marquez, le narrateur nous raconte l'histoire du meurtre d'un personnage duquel tout le village s'attendait sauf le principal intéressé. Le parallèle avec la situation actuelle est troublant, dans la mesure où rarement l'arrivée de la récession n'a été autant annoncée et commentée.

Crainte l'année dernière avec le conflit russo-ukrainien et le relèvement massif des taux opéré par la FED, la récession n'a pas encore débuté – tout au moins officiellement. La croissance américaine a ralenti sous l'effet de la politique restrictive de la FED, mais pour l'instant elle s'est montrée relativement

robuste, aidée en cela par la résilience des activités de services et la vigueur du consommateur américain. Et pourtant la courbe US est inversée depuis plusieurs mois et cet indicateur est réputé comme l'un des fiables et certainement l'un des plus suivis – aussi car il entre dans la plupart des modèles prédictifs de récession utilisés. Outre la possibilité de faux signal, il est important de rappeler que l'inversion de la courbe n'est généralement pas concomitante avec la récession et que son amplitude a relativement peu de pouvoir prédictif sur l'ampleur et la durée du phénomène récessif. En se basant sur l'analyse des précédentes récessions et de l'inversion de la courbe 10ans – 3mois (cf. graphique 2), la récession tant annoncée ne serait pas encore en retard.

GRAPHIQUE 2: COURBE 10 ANS US - 3MOIS (ROUGE) ET INDICATEUR DE RECESSION (GRIS)



Source: Bloomberg, NBER, FED, BES – 01/1962 à 06/2023

* Fed fund rate utilisé avant 1999 en lieu et place du T-Bill 3M

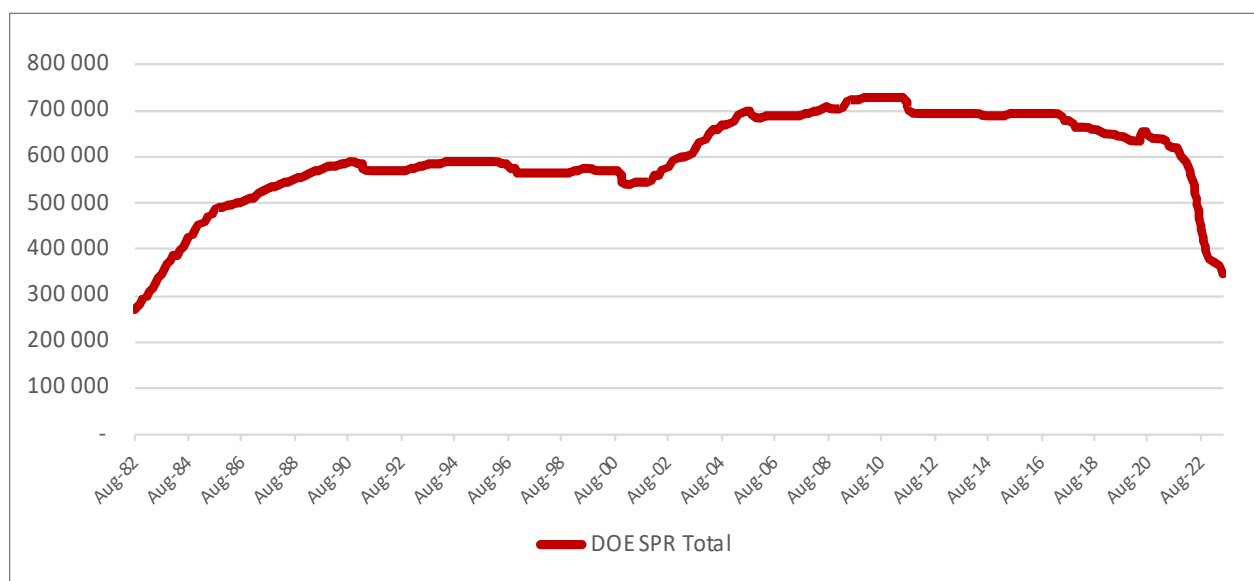
Plusieurs facteurs sont de nature à expliquer le caractère décalé du cycle, l'un d'entre eux est le rôle moteur joué par l'Asie dans la croissance mondiale. En effet, le continent asiatique devrait en 2023 contribuer à plus des deux tiers de la croissance économique mondiale (source FMI, World Economic Outlook), avec la Chine et l'Inde en tête (respectivement 34.9% et 15.4%). L'Asie de manière structurelle et la Chine pour les mois qui viennent demeurent donc incontournables et leur impulsion ne doit pas être sous-estimée, même si à l'excès d'optimisme sur la réouverture chinoise a succédé le pessimisme généralisé. Certes, les derniers chiffres macro ont déçu – sur la partie manufacturière et exportations, nettement moins vrai sur la consommation – mais ils accèdent l'idée de voir les autorités chinoises faire plus de relance. Le mouvement est déjà entamé côté monétaire et est plausible, du fait de l'absence de dérapage inflationniste.

Même si beaucoup a déjà été écrit dessus, l'autre sujet majeur pouvant expliquer le caractère atypique de ce cycle demeure l'inflation que ce soit pour le Japon qui y voit une opportunité historique de mettre fin à la déflation ou les économies occidentales qui essaient de ralentir sa progression à

tout prix... Côté américain, certes le mouvement de désinflation est bien engagé avec le CPI « headline » tombé à un peu moins de 4.0% (venant de 9.0% l'année passée), sous l'effet des baisses de prix des matières premières énergétiques et de bases de comparaisons favorables. Pour autant, le chiffre Core (hors Energie et produits Agricoles) reste élevé (5.3% YoY) et constitue une contrainte majeure pour la FED. Ceci est d'autant plus vrai que les effets de base sur l'énergie deviennent moins favorables au sortir de l'été, que les réserves stratégiques de pétrole américaines – qu'il faudra bien finir par reconstituer – sont à un plus bas historique (G3) et que comme nous l'a montré l'insurrection des troupes Wagner, le risque géopolitique ne peut être complètement écarté.

Scénario de soft landing pour l'instant aux Etats-Unis, légère récession technique en Allemagne, fin de la déflation au Japon et reprise en Chine, autant de scénarii différents avec lesquels il faut jongler et qui justifient le maintien d'un scénario global équilibré avec deux convictions macro fortes – la diversification et le biais Asie, même si ce dernier n'a pas encore été payant.

GRAPHIQUE 3 : RÉSERVES STRATÉGIQUE DE PÉTROLE EN MILLIERS DE BARILS



Source: DoE, BES, 1982 - 2023

3. MARCHÉS DE TAUX

RÉCESSION ? QUELLE RÉCESSION ?

2-10 ans à -100 bp

La récession joue un remake de *En attendant Godot*. Jerome Powell serait-il devenu le Samuel Beckett des marchés ? Dans l'univers de la gestion obligataire, une récession technique s'est installée depuis début juillet 2022 lorsque le spread 2 ans-10 ans US Treasury est passé en territoire négatif. L'apparition de la véritable récession économique, en général six à douze mois après le début de la récession technique (inversion de la courbe des taux), risque dans les circonstances actuelles de se produire après un laps de temps plus long, d'environ dix-huit à vingt-quatre mois. Il faudra prendre très au sérieux l'apparition de la récession économique car elle ira de pair avec une « repentification » de courbe suite à un effondrement violent de la partie 2-5 ans consécutif à des anticipations de forte baisse des taux directeurs de la banque centrale.

Aujourd'hui, nous avons dépassé le niveau de -100bp d'inversion 2-10 ans sur les taux américains, ce qui est tout bonnement historique ! Avant le passage en territoire négatif il y a un an, le niveau record des années 2000 s'affichait à -51bp en avril 2000. Ce passage au-delà des -100 bp n'est pas unique cette année puisque nous avons atteint -108 bp le 8 mars. Ce spread était ensuite très rapidement repassé dans le territoire des -50 bp à la suite des déboires des banques régionales US, laissant entrevoir de possibles baisses de taux de la Fed et provoquant un rally du 2 ans. Ce dernier a fait long feu lorsque le calme est revenu dans le secteur bancaire régional américain.

Les taux longs vous saluent bien !

Les taux longs poursuivent leur marche en avant et le 10 ans a cassé le niveau de 3.70% à la baisse. Quel chemin parcouru depuis les 4.09% du 2 mars ! 40 bp de détente, avec une durée de 8.3, le compte est bon ! Les événements récents en Russie auraient pu déstabiliser encore plus la courbe. Tout semble apparemment être rentré dans l'ordre à Moscou mais de tels « cygnes noirs » nous rappellent que les taux longs US sont également une protection contre les mauvaises nouvelles d'où qu'elles viennent (économiques, politiques, marchés financiers, terrorisme, catastrophes naturelles...).

En ce début d'été nous maintenons une politique d'investissement qui correspond à notre niveau de prudence actuel, à savoir moins de risque de crédit et une durée plus élevée que d'habitude dans notre principal véhicule d'investissement. Les crédits deviennent chers, le high yield est hors de prix, les émergents ne paient pas la prime de risque liée à leur statut et les hybrides sont un peu moins attractives. Si nous devons modifier cette politique prudente en deuxième partie d'année, nous serions tentés par certains crédits émergents de qualité. Nous allons sans doute revenir prochainement sur cette classe d'actifs mais il faudrait toutefois que certains d'entre eux fassent un effort du côté de leur notation ESG sous peine de devoir disparaître à tout jamais de notre univers d'investissement.

4. MARCHÉS ACTIONS

UNE DOUCEUR ESTIVALE

DANS UN MONDE EN MOUVEMENT

«Sell in May and go away», cette théorie souvent remise en question aura pourtant bien été confirmée cette année, tout du moins sur la première quinzaine. La baisse, certains l'appelleront consolidation, aura pourtant été de courte durée car le mois de juin a porté les actions vers des plus hauts annuels. La très forte concentration de la hausse des indices sur quelques valeurs décrite dans nos précédentes publications demeure d'actualité.

Le MSCI world affiche désormais une performance annuelle à ce jour (27.06.2023) de 11.2%, le S&P500 progresse de 12.7%, le Nasdaq 100 de 34.3%, le MSCI Europe sous la barre des 10% affiche une performance de +6.8% et la Chine qui peine à redémarrer s'installe en dessous de zéro à -6.5% (MSCI China) malgré un début de soutien monétaire par la PBOC.

Les deux faits marquants de la période récente ont été l'évitement du défaut américain avec l'accord trouvé in extremis sur le plafond de dette publique ainsi que la réunion de la FED où J. Powell a décidé de laisser les taux inchangés tout en préparant le marché à d'éventuelles autres hausses. La volatilité sur les taux s'est faite sentir alors que la plupart des acteurs du marché tablaient sur des baisses dès 2023.

Les marchés actions semblent pour leur part toujours immunisés et peu enclins à réagir aux événements macroéconomiques et géopolitiques. En effet, ni secousse ni stress, quelques grandes annonces d'entreprises comme JD.com qui suit l'exemple de son grand frère Alibaba et souhaite diviser son groupe en plusieurs sociétés distinctes, Apple semble décider à nous plonger dans une réalité virtuelle très

aboutie grâce à son Apple Vision Pro et Nvidia s'installe dorénavant dans le club très fermé des entreprises ayant une capitalisation supérieure au trilliard de dollars.

L'entrée dans la saison estivale aura toutefois été marquée par la mutinerie de Wagner, le groupe de mercenaires russes, qui semblait décidé à renverser le ministère de la Défense et marcher sur Moscou avant de faire volteface quelques heures plus tard et de partir s'installer en Biélorussie sans être inquiété.

Les Etats-Unis ont décidé de leur côté d'établir des relations diplomatiques, économiques et même militaires avec l'Inde perçue comme un des nouveaux pôles de croissance mondiale pour les prochaines décennies au moment même où les rapports sino-américains sont au plus bas.

Une récession économique est-elle possible ?

La courbe des taux américains est inversée et cet indicateur très regardé nous crie l'arrivée d'une récession depuis plusieurs mois. Dans les faits et malgré des attentes de croissance faible, la résistance de nos systèmes économiques et particulièrement aux Etats-Unis continue de surprendre. Le marché de l'emploi reste robuste alors qu'en coulisse nous observons des pertes de vitesse marquées dans certains secteurs et notamment l'immobilier commercial.

La raison d'un tel décalage est sans doute à chercher dans la robustesse des activités de services. L'activité des services aux Etats-Unis – qui part d'une base élevée – ralentit d'une façon générale avec un indicateur ISM publié début juin (pour la période du mois de mai) qui ressort en baisse et présente une chute de la composante des nouvelles commandes



reçues par les entreprises. Cela entraîne un ralentissement des prix dans le secteur, une bonne nouvelle pour la FED par ailleurs.

A contrario, les derniers chiffres qui indiquent la direction de l'activité industrielle aux Etats-Unis («US Manufacturing ISM») s'enfoncent un peu plus en dessous de 50 soit en phase de contraction annonciatrice aussi de récession. L'industrie du vêtement a notamment été particulièrement touchée

au mois de mai dû à une forte hausse des coûts et une faible demande dans le secteur. **Sur le long terme nous observons une corrélation importante entre la performance annuelle du S&P500 et les «US Manufacturing ISM» (cf G4). Ces dernières semaines en revanche, une divergence importante s'est matérialisée en faveur du S&P500. Une raison de plus s'il en fallait encore pour rester relativement prudent dans le contexte actuel.**

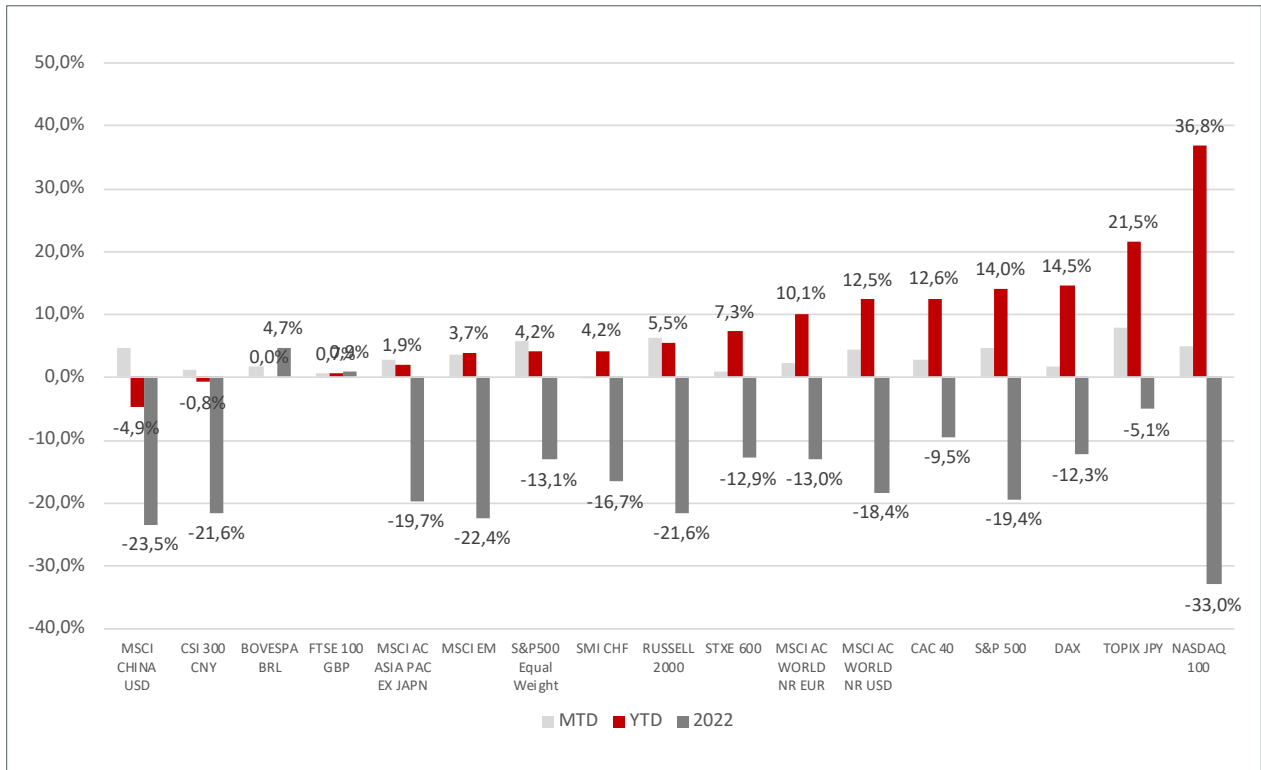
GRAPHIQUE 4: S&P500 YOY (ECH. GAUCHE) CHANGE VS US ISM MANUFACTURING (ECH. DROITE)



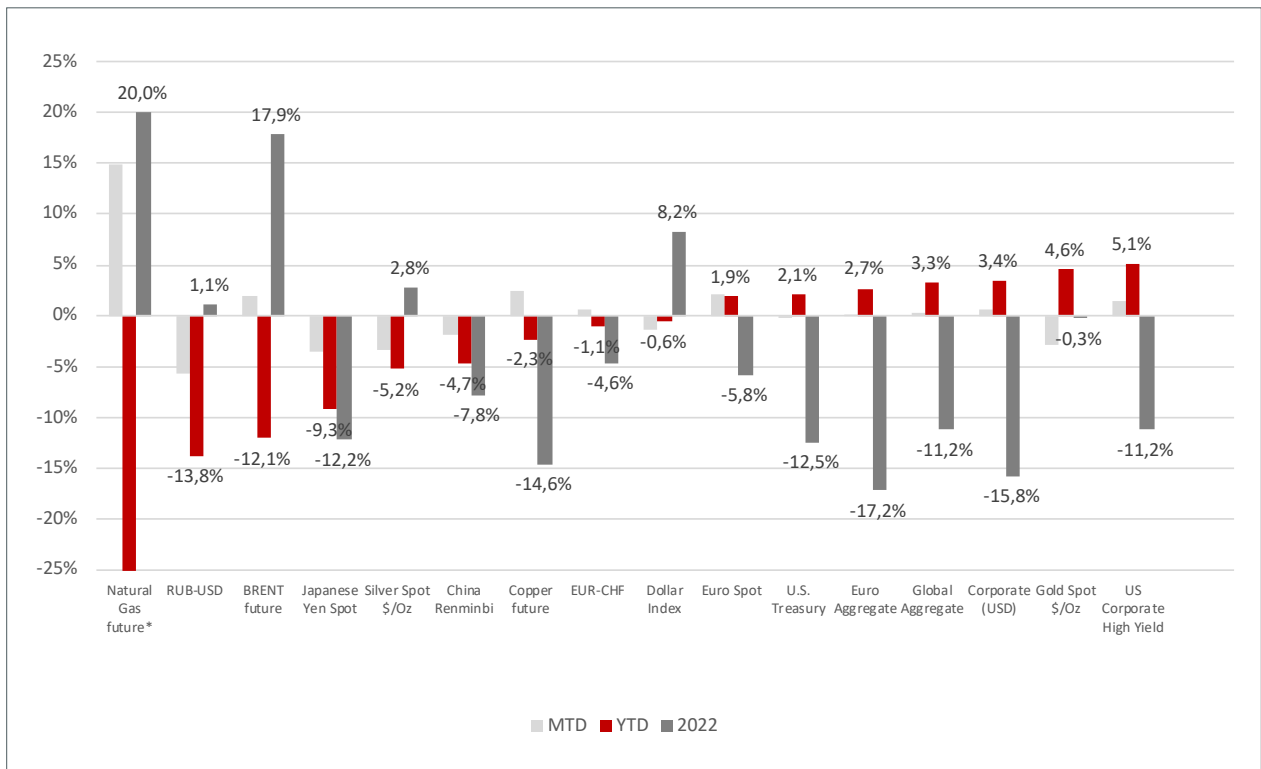
Source: Bloomberg, ISM, BES 93 -23

6. PERFORMANCES

PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 29/06/2023

* Natural Gas: -42% YTD, -14.9% MTD

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

Achevé de rédiger le 29/06/2023

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch