



BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES
2^E TRIMESTRE 2022

SOMMAIRE

2^E TRIMESTRE 2022

1. Editorial

En temps de guerre.

2. Point de vue Macro

Une rupture historique.

3. Marchés de taux

Un seul ennemi, l'inflation!

4. Marchés actions

«Je n'ai pas de favori, j'ai un portefeuille» S. Druckenmiller

5. Performances

1. ÉDITORIAL

EN TEMPS DE GUERRE.

Il y a une gêne à commencer un édito financier lorsqu'un événement aussi dramatique que la guerre en Ukraine survient. Des milliers de morts, des centaines de milliers d'Ukrainiens sur les routes... Un mois après le début de la guerre le constat est terrible et s'interroger sur l'impact de ce conflit sur les marchés boursiers peut sembler cynique.

On restera néanmoins sur le terrain financier. Et au risque d'ajouter au cynisme précédemment évoqué on commencera avec ce qui – sur les marchés – n'a pas changé. En premier lieu les perspectives d'inflation et les politiques à attendre de la part de la FED et de la BCE. A la fin de l'année 2021 nous évoquions un imminent changement de régime, désormais nous y sommes. Les prix galopent (la hausse de l'énergie due au conflit ne fait qu'ajouter à une trajectoire d'inflation déjà amorcée) et les banquiers centraux n'ont plus le choix. La hausse des taux de 25 bps du 16 mars dernier aux Etats-Unis n'est que la première d'une longue série, 6 autres vont probablement suivre en 2022 et la période d'hésitation au cours de laquelle les marchés ont douté de la réponse des banquiers centraux n'aura duré que quelques jours. Le «flight to quality» qui pousse les investisseurs à acheter des obligations d'état aura été un vol de courte durée, le taux US 10 ans ne se sera détendu que quelques heures. A 2,51 % il est aujourd'hui plus haut qu'avant le début du conflit... Deux lectures peuvent être faites, la première – anxieuse – consiste à dire que l'inflation préoccupe tant la banque centrale qu'elle supplante tout autre paramètre. Une deuxième lecture – plus rassurante – se trouve résumée dans un récent propos de Jérôme Powell qui voit un risque de récession «pas particulièrement élevé» et une économie américaine «particulièrement solide». Les deux lectures sont probablement à retenir : croissance maintenue aux US mais sur fond de hausse de prix marquée.

La situation est différente en Europe. La proximité avec le conflit, la dépendance plus forte aux prix des matières premières (Les Etats-Unis sont autonomes en pétrole!) conduisent à un impact économique plus lourd de ce côté de l'Atlantique.

Beaucoup de chiffres circulent : la BCE «voit» un impact du conflit de 0,6 % sur le PIB européen quand l'OCDE l'évalue plutôt à 1,4 %. L'exercice est difficile et dépend de paramètres non maîtrisables, en particulier la durée du conflit. Il faut alors se raccrocher aux grandes masses et choisir un scénario. A moins d'une dégradation supplémentaire les baisses de PIB évoquées ne devraient pas plonger l'Europe en récession (Un tel scénario conduirait sûrement à une baisse «pic au creux» de l'ordre de 40 % pour les actions européennes et les marchés seraient encore «trop chers»). Si on retient plutôt un scénario médian avec une révision de PIB un peu supérieure à 1 % on aura un impact sur les bénéfices de l'ordre de 10 à 15 %. Le niveau actuel des marchés est sûrement le reflet de cette hypothèse.

Sans donc nécessairement modifier les poids d'allocation d'actifs il reste à s'adapter à cet environnement différent. Garder en tête la pression haussière sur les taux car elle continuera à peser sur les titres les plus chèrement valorisés, se préparer à des rotations de style plus fréquentes tant que les perspectives de croissance ne sont pas plus établies, se concentrer sur les valeurs le plus à même à repercuter les hausses de prix, dénicher les acteurs de la transition énergétique raisonnablement valorisés... Les pistes ne manquent pas mais après les années de tendances établies on entre sûrement dans une période où l'agilité va devenir le maître mot.

2. POINT DE VUE MACRO

UNE RUPTURE HISTORIQUE.

Au-delà des conséquences humaines désastreuses du conflit que nous déplorons, ce sont ici les conséquences économiques sur lesquelles nous nous attardons.

Moins de croissance, plus d'inflation

L'année 2022 devait être marquée par une décélération de la croissance après le rebond de 2021, celle-ci devrait être plus marquée. Du fait de la proximité avec l'Ukraine, de sa dépendance énergétique et à d'autres matières premières, l'impact devait être magnifié en Zone Euro. Entre les premières estimations de la BCE qui voient 0.6% d'impact sur la croissance européenne et celles de l'OCDE qui anticipent 1.4%, l'écart est grand et reste difficile à quantifier tant il dépendra de la durée et de la possible aggravation du conflit, et des possibles effets collatéraux. L'acquis de croissance en Zone Euro – 4.2% avant le conflit ukrainien aidé par le stimulus et le rebond post-covid – permet de tenir écarté le spectre de la récession au moins pour le moment, mais le risque augmente.

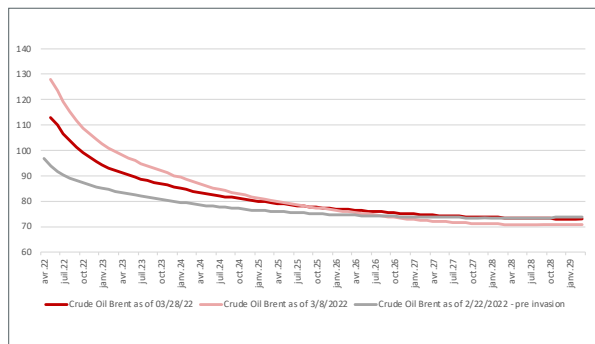
Le conflit joue aussi comme un accélérateur sur le front de l'inflation. A la différence des Etats-Unis, la hausse des prix en zone Euro relève plus à ce stade de l'augmentation du prix des biens et services que de la mise en place d'une boucle prix/salaires. À 7.5% en glissement annuel, la hausse des prix à la consommation est élevée mais tombe à un acceptable 3.0% hors énergie et produits agricoles... L'évolution du prix des matières premières laisse malheureusement présager peu d'améliorations sur ce front, l'OCDE anticipant même un surcroît de 2.0% en zone Euro. C'est bien le scénario de stagflation le plus menaçant.

Un choc sur les matières premières

Les conséquences les plus visibles de l'invasion russe de l'Ukraine le sont sur la forte augmentation du prix des matières premières. L'énergie est concernée au premier titre. La simple crainte de voir les exportations énergétiques russes à destination de l'UE se réduire ou disparaître suffit à propulser les prix du gaz et du pétrole en cours de mois (128\$/baril pour le Brent, 579€/Therm pour la gaz). Après le choc initial, ces niveaux se normalisent quelque peu – 113.9\$/b et 271€/Therm –, l'alerte est néanmoins réelle et laisse envisager un scénario avec un pétrole à plus de \$150 en cas de coupure, déclencheur de récession. La hausse drastique du prix de ces contrats pour une livraison immédiate, ne doit pas faire oublier la réalité complexe des marchés pétroliers: Les prix restent proches de leur réalité d'avant crise dès lors que l'on s'éloigne des contrats à maturité proche (cf. graphique 1). Cette situation peut s'expliquer 1- par l'anticipation d'une sortie de crise et d'une normalisation rapide, 2- par l'anticipation de phénomènes de récession et destruction de la demande.

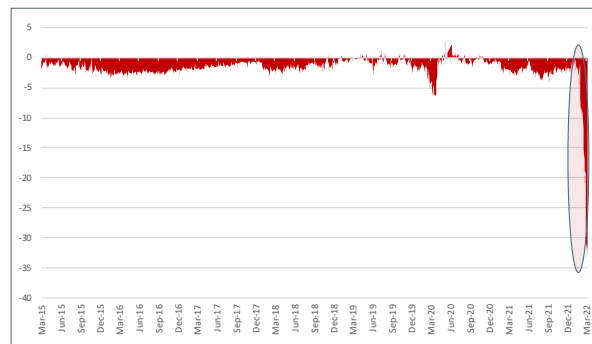
De manière similaire, en évoquant le prix élevé du pétrole, on pense à la référence internationale, mais c'est oublier un peu vite que le pétrole russe que peu de personnes souhaitent toucher s'échange à un discount historique au Brent (cf. graphique 2). En filigrane, c'est la géopolitique qui se redessine entre une Europe qui accélère sa transition et dessine son indépendance énergétique et des consommateurs asiatiques (Chine, Inde) qui sécurisent un approvisionnement à prix décoté... Difficile également de ne pas s'inquiéter de l'impact du conflit sur la flambée du prix du blé et autres matières premières agricoles, rappelons-nous que le Printemps Arabe trouvait sa source dans une crise alimentaire. Dans ces circonstances, la prudence reste de mise sur la sphère émergente.

GRAPHIQUE 1 : BRENT – COURBE DES CONTRATS FUTURES AU 28/3, 8/3 ET AVANT INVASION



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

GRAPHIQUE 2 : DISCOUNT PETROLE RUSSE / URAL – BRENT



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

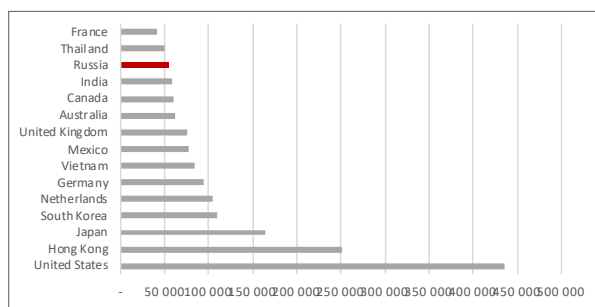
La Chine, la plus durement touchée sur le plan économique ?

De manière assez surprenante, un mois après le début du conflit, ce sont finalement les marchés chinois qui hors Russie sont les plus à la peine... Sur le plan sanitaire, le développement du variant Omicron questionne le bien-fondé de la stratégie zéro-Covid au moment où les confinements se multiplient. La crise immobilière n'est aussi pas complètement éteinte et peut inquiéter. Enfin la posture ambiguë de la Chine n'est pas étrangère à cette contreperformance, partagée entre son soutien à la Russie et les répercussions économiques d'un soutien trop direct. Difficile d'imaginer les autorités chinoises prêtes à s'auto-flageller au risque de rompre le contrat social implicite liant le Parti Communiste avec la population chinoise – prospérité économique en échange de la stabilité politique. La vague répressive qui a touché les valeurs

technologiques l'an passé montre que les motivations de l'Etat Chinois peuvent être dures à lire... Le soutien apporté tant au travers de déclarations fortes et des mesures de la Banque Centrale – à contre courant de la FED – laisse à penser à un contexte différent. Le risque est élevé, mais avec des valorisations déprimées et des marchés actions en bear market, le cas peut être fait que ce risque est déjà partiellement reflété dans les cours, ce qui n'est pas nécessairement vrai ailleurs.

Le conflit russe en Ukraine joue le rôle d'accélérateur : oui l'inflation sera plus forte qu'anticipée, oui il faudra réapprendre à raisonner à la fois en termes nominal et réel, oui la globalisation libérale évolue vers un monde organisé en blocs régionaux. Les portefeuilles devront continuer d'être adaptés dans un environnement où la diversification reste un must.

GRAPHIQUE 3 : EXPORTATIONS CHINOISES EN MDS \$



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

3. MARCHÉS DE TAUX

UN SEUL ENNEMI, L'INFLATION.

Première hausse de taux de la Fed

La Fed a décidé de casser l'inflation «whatever it takes» et semble prête à sacrifier la croissance pour arriver à ses fins. Une première hausse de 25 points de base de son taux Fed Funds (contre sans doute 50 prévus avant le conflit en Ukraine) marque le point de départ d'une série de hausses de taux impressionnante pour 2022 ayant pour but de briser la spirale inflationniste. Cette année, nous aurons donc droit a priori à encore six hausses de 25 points chacune ou un peu moins en cas de panachage entre hausses de 25 et 50bp. Le niveau des Fed funds en fin d'année devrait alors s'élever à 1.75 %-2% contre 0.25 %-0.50% aujourd'hui. Mais ce n'est pas tout ! Le prochain meeting du 4 mai pourrait dessiner les contours du QT (Quantitative Tightening) destiné à réduire la taille du bilan de la Fed. Les banquiers centraux de Washington sont donc visiblement confiants dans l'économie US, dans un impact limité et/ou une résolution rapide de la crise en Ukraine et dans un effet limité du Covid. Il n'y a qu'un ennemi proclamé, l'inflation et la banque centrale est prête à utiliser ses armes de destruction massive pour en venir à bout.

Les taux montent mais la courbe est prise de soubresauts qui ne trompent pas grand monde. De fréquentes mini-inversions (3-5 ans, 5-10 ans, ou 5-30 ans) préfigurent sans doute des mouvements beaucoup plus significatifs et annonciateurs de ce qui va vraisemblablement arriver, à savoir une véritable inversion du 2-10 ans. Des hausses massives de taux directeurs pourraient provoquer une récession et c'est la récession qui pourrait bien venir à terme à bout de l'inflation. Les marchés envisagent déjà une première baisse de taux de la Fed fin 2023.

Stratégie d'investissement

La courbe des taux US Treasuries va s'aplatir voire s'inverser mais dans «bear flattening» il y a «bear». Des niveaux trop élevés de duration sont devenus dangereux dans le contexte actuel et si nous restons partisans d'une dose homéopathique de 30 ans dans les portefeuilles, nous veillons à ce qu'elle reste homéopathique ! Nous diminuons fortement la duration globale, notamment sur la partie 10 ans en utilisant des couvertures sur les marchés à terme.

La courbe des taux US Treasuries va s'aplatir voire s'inverser mais dans «bear flattening» il y a «bear».

Les crédits hybrides offrent aujourd'hui des rendements stratosphériques et ont toujours une place de choix dans nos portefeuilles. Mais désormais, ils sont surpassés en termes de rendement ajusté au risque par les dettes seniors Investment Grade en dollars.

Avec des taux courts Treasuries plus élevés combinés à des écartements de spreads significatifs, la dette corporate en dollars de haute qualité à maturité 2.5 à 3 ans offre des rendements proches de 3%. Aujourd'hui, nous privilégions donc les investissements en crédits «short term duration». Une porte s'ouvre, allons-y avant qu'elle ne se referme !

4. MARCHÉS ACTIONS

« JE N'AI PAS DE FAVORI, J'AI UN PORTEFEUILLE »

STANLEY DRUCKENMILLER

Les lecteurs réguliers de cette rubrique auront certainement noté notre propension à rechercher des paroles de sagesse auprès des géants de notre profession, surtout en période difficile. Laissant de côté Warren Buffett pour une fois, nous nous tournons cette fois vers un autre grand nom de l'investissement, M. Druckenmiller, connu pour son flair exceptionnel en tant que gérant macro. Il y a quelques années, lorsqu'on l'a interrogé sur ses « principales recommandations », sa réponse simple mais puissante, citée ci-dessus, soulignait l'importance de la diversification, même dans son style d'investissement pourtant notoirement basé sur ses convictions. Dans un contexte de forte volatilité et de faible visibilité sur les marchés financiers, ce message nous semble particulièrement d'actualité.

Qualifier le mois de mars de volatil est un euphémisme. Suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les marchés d'actions ont violemment réagi à l'incertitude générée par une telle tournure historique des événements. L'Europe a été la principale victime de cette volatilité, avec de fortes baisses quotidiennes et un pic du coût de l'assurance du risque actions en début du mois, pour finalement rebondir vers une performance mensuelle positive au moment de la rédaction du présent rapport. Les craintes d'une détérioration des relations avec la Chine ont également catalysé une chute brutale des marchés actions dans la région, une chute qui a ensuite été partiellement compensée par la hausse déclenchée par les paroles fortes du gouvernement chinois sur son intention de stabiliser les marchés. Dans l'ensemble, une incertitude fondamentale s'est emparée

des intervenants de marché, notamment en raison des implications de la dynamique actuelle sur ce qui était censé être le défi de l'année, à savoir l'inflation et la politique monétaire.

Compte tenu de cette visibilité limitée, le rebond des marchés d'actions peut sembler frappant mais reflète probablement, comme nous l'avons évoqué le mois dernier, un mélange de pessimisme préexistant combiné à la nature anticipative des marchés, désormais orientés vers la recherche de classes d'actifs moins sensibles à l'inflation, dont font partie les actions. Dans une période aussi imprévisible, la clé demeure la diversification, même si nos principales convictions se trouvent renforcées. Dans cette optique, les investisseurs devraient, selon nous, prendre en compte les différentes dimensions que recouvrent la diversification au sein des marchés actions, notamment :

Dans une période aussi imprévisible, la clé demeure la diversification...

Sur le plan géographique

La proximité immédiate de l'Europe avec le conflit, combinée à ses vulnérabilités stratégiques – Énergie, Défense –, appelle à une diversification vers d'autres zones géographiques. Au-delà des États-Unis qui peuvent sembler le plus évident, cela inclut notamment le **Japon**, une économie puissante orientée vers les exportations dans une monnaie plus faible et pour laquelle le risque inflationniste semble plutôt limité, mais également la **Chine**, le pays avec un potentiel unique de stimulation monétaire et fiscale, des valorisations historiquement basses et des risques de croissance économique limités. Nous continuons à

recommander une diversification géographique dans l'ensemble de nos portefeuilles actions.

Sur le plan des secteurs et industries

Une politique monétaire plus restrictive dans les pays occidentaux exerce une pression sur les sociétés de croissance séculaires en termes d'attractivité relative, alors que le focus renouvelé vers des politiques stratégiques en matière d'infrastructure, d'énergie et de défense catalysera probablement un cycle haussier dans certains secteurs sous-évalués, plus traditionnels et cycliques du marché. Nous continuons à privilégier des positions satellites existantes axées sur ces domaines et à les introduire sélectivement dans nos portefeuilles comme le thème des sociétés minières axées sur le thème de la transition énergétique.

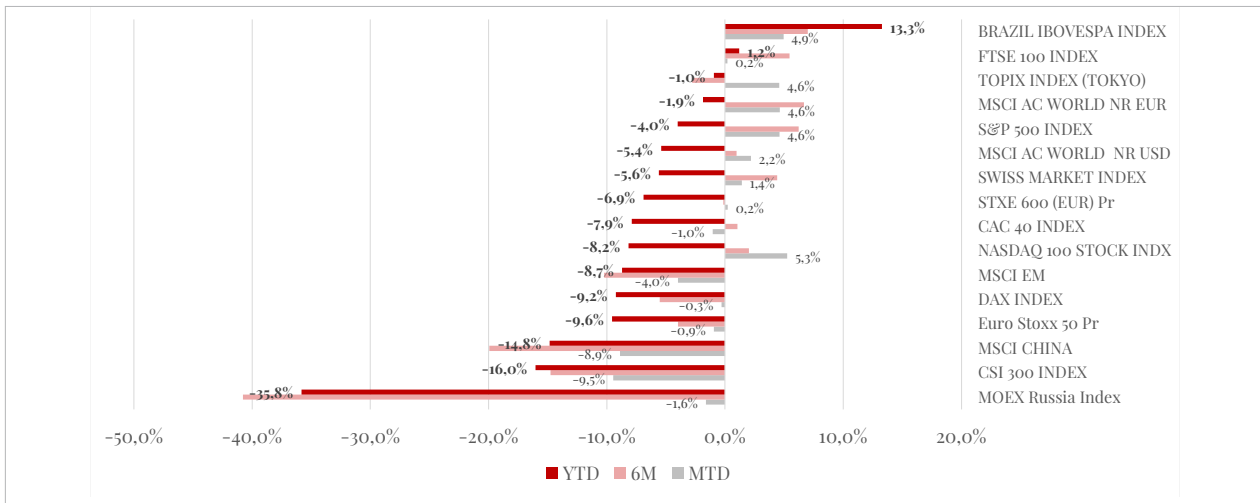
Sur la question de la valorisation

Les niveaux de valorisation sont aussi facteurs de l'incertitude et des attentes en matière de croissance. La visibilité limitée appelle à un ensemble diversifié d'actifs dont le prix varie en fonction des attentes, ce qui contribue à réduire la volatilité globale. Au sein des marchés, nous favorisons une diversification supplémentaire en mettant plus d'emphasis sur les actifs à faible valorisation nominale, notamment par les investissements plus typés «value» au Japon.

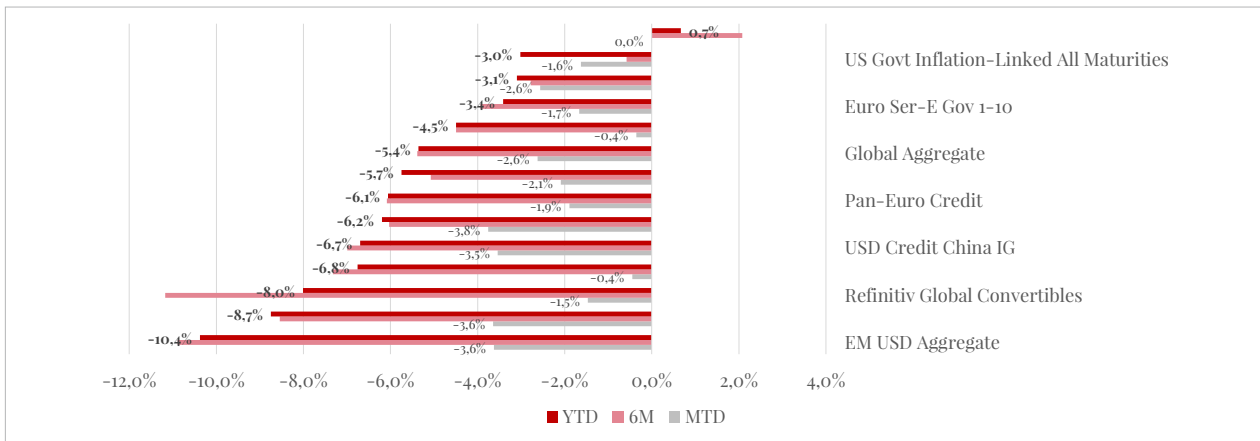
Les actions demeurent la pierre angulaire des portefeuilles d'investissement diversifiés et continuent d'offrir une valeur à long terme en tant que classe d'actifs. Compte tenu de l'incertitude générale et des nombreux scénarios possibles pour les prochains mois, il est difficile – voire insensé – de se focaliser sur les favoris du jour – valeur individuelle, secteur ou zone géographique – . Au lieu de cela, pour reprendre les mots de M. Druckenmiller, nous choisissons d'avoir un portefeuille ! La diversification devrait rester plus que jamais une nécessité afin de compenser les pics de volatilité et les rendements à long terme des entreprises qui façonnent notre environnement.

5. PERFORMANCES

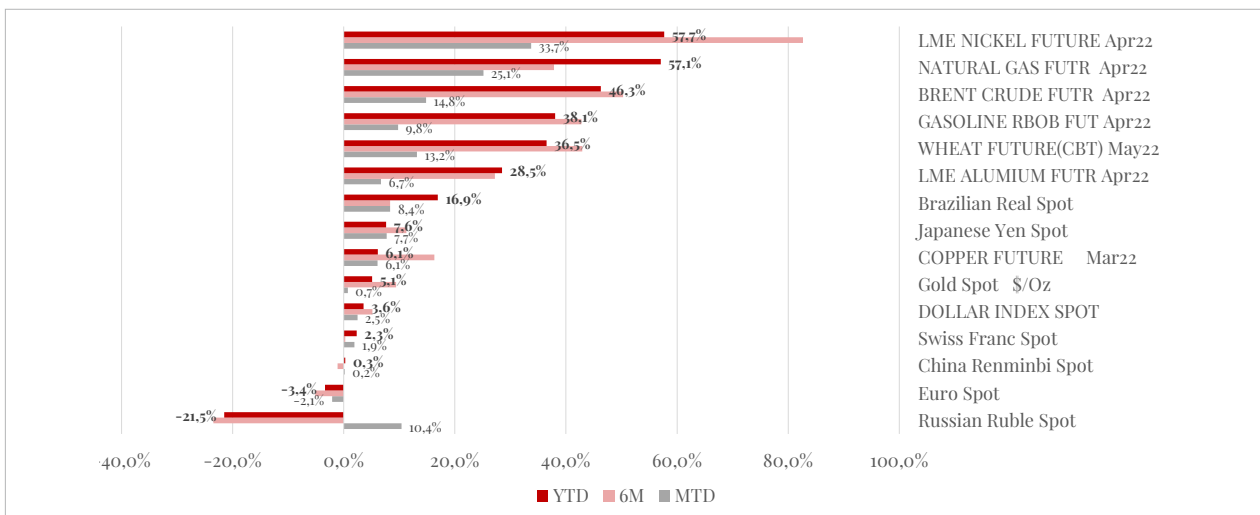
PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS



PERFORMANCES MATIÈRES PREMIÈRES



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 28/03/22

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

Marc Craquelin

Eric Vanraes

Pascal Perrone

David Haynal

Edouard Bouhyer

Achévé de rédiger

le 28/03/22

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch