



BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES
2^E TRIMESTRE 2023

SOMMAIRE

2^E TRIMESTRE 2023

1. Editorial

*"How did you go bankrupt? Two ways. Gradually. Then suddenly."**

2. Point de vue Macro

*«C'est quand la mer se retire qu'on voit ceux qui se baignent nus.»***

3. Marchés de taux

Inflation, faillites bancaires et récession.

4. Marchés actions

Le match : Fondamentaux vs. Confiance.

5. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

6. Performances

* *Ernest Hemingway, The Sun also rises*

** *Warren Buffett*

1. ÉDITORIAL

*"HOW DID YOU GO BANKRUPT? TWO WAYS. GRADUALLY. THEN SUDDENLY."**

Le bilan du trimestre écoulé semble sage. Les taux longs se sont détendus (le 10 ans américain s'affiche à 3.55 % contre 3.85 % en début d'année) le pétrole a baissé tandis que les actions ont progressé avec – comme souvent – de belles disparités. Le Nasdaq et les grosses capitalisations technologiques caracolent (20 % depuis le début d'année), l'Europe surperforme (+7.8 % pour le STOXX600 contre +7 % pour le S&P500) la Chine pourtant récemment réouverte reste boursièrement à la traîne.

Ce bilan sage contraste avec la disparité et la soudaineté des événements qui auront émaillé ces trois derniers mois. Ce trimestre a duré une année pour les intervenants des marchés de taux tant les contre-pieds auront été nombreux. Rappelons qu'avant que ne surviennent les déboires de quelques banques américaines et du Crédit Suisse le principal « driver » de performance était la niveau final des taux directeurs de la FED et plus généralement la question de l'inflation (La FED devait-elle faire plus ? quel était le niveau cible des taux...) Au moment où éclatent les problèmes bancaires ces questions n'étaient pas tranchées et laissaient les marchés de taux dans une grande nervosité.

Et puis survenaient plusieurs accidents dans le secteur bancaire américain... Une banque sauvée en un week-end (la désormais célèbre Silicon Valley Bank) des autorités de marché promptes à intervenir pour contrer les effets d'un bank run (on estime à 600 Milliards de dollars les sorties du système) une banque centrale qui réaugmente son bilan. En quelques jours les priorités avaient totalement changé : fi de la lutte contre l'inflation il fallait rassurer

les épargnants américains, le maître mot redevenait la liquidité.

Plus près de nous le Crédit Suisse dont le modèle avait été mis à mal depuis des années voyait le sol se dérober sous ses pieds. Le management s'est certainement souvenu d'un célèbre dialogue d'Hemingway : *"How did you go bankrupt? 2 ways. Gradually, then suddenly."*

Là aussi le cas était « traité » en un week-end... De part et d'autre de l'Atlantique les leçons de 2008 avaient été retenues : tout sauf laisser s'installer la défiance dans le secteur bancaire.

La FED « casse » toujours quelque chose lorsqu'elle doit remonter ses taux. Cette période n'échappe pas à la règle.

Les accidents précédemment décrits rappellent de mauvais souvenirs : Peut-on se retrouver dans une spirale mortifère de type 2008 ? Il faut répondre à la question pour savoir si le deuxième trimestre a une chance de rester dans l'épure du premier. Au risque d'être trop consensuel le secteur bancaire Européen nous semble beaucoup plus solide qu'en 2008, les ratios de liquidité sont plus élevés (LCR** de l'ordre de 150% au niveau du secteur) les bilans ont moins de levier et il n'y a certainement pas une masse d'actifs « pourris » comme avaient pu l'être celle des subprimes... De là à dire que toutes les difficultés sont derrière nous il y a un pas. Le secteur immobilier commercial américain est sous pression, le cas de certaines banques de tailles moyennes reste compliqué... Comme le dit un vieil adage boursier la FED « casse » toujours quelque chose lorsqu'elle doit remonter ses taux. Cette période n'échappe pas à la règle : il y eut déjà en 2022

quelques dégâts dans l'univers des crypto-monnaies puis plus près de nous cette fameuse SVB qui a appris brutalement les effets de la duration obligataire et les risques d'une mauvaise gestion actif passif.

Il y aura surement d'autres victimes mais la relative sérénité dont les marchés d'actions ont fait preuve ces derniers jours fait sens (on sera toujours resté loin d'un scénario de panique, le VIX par exemple n'aura que très temporairement franchi la barre des 25).

Attention en revanche à ne pas oublier que la détente obligataire évoquée en première partie n'a été due qu'à une série rapprochée d'accidents bancaires. Aussi contradictoire que ça puisse paraître la hausse récente des valeurs technologiques (très sensible aux taux) est la conséquence directe de l'explosion d'une banque vouée au financement des valeurs technologiques ! Un « conemdrum » de plus et une incitation à garder des expositions balancées entre valeurs de croissance portées par la baisse des taux et d'autres moins sensibles à cette thématique.

* Ernest Hemingway – *The Sun also rises*

** LCR: *Le Liquidity Coverage Ratio cherche à s'assurer que les banques détiennent suffisamment d'actifs liquides de haute qualité (HQLA) pour leur permettre de survivre à une crise de liquidité d'une durée de 30 jours calendaires.*

2. POINT DE VUE MACRO

« C'EST QUAND LA MER SE RETIRE QU'ON VOIT CEUX QUI SE BAIGNENT NUS. »*

L'adage de Warren Buffet a rarement semblé autant à propos, la remontée rapide des taux de la FED (la mer qui se retire) met en lumière des zones de faiblesse, dont l'épisode Silicon Valley Bank est l'exemple le plus flagrant.

Inflation et perspectives économiques

Le 1^{er} trimestre avait plutôt bien commencé. Avec la chute du prix du gaz naturel résultant d'une gestion avisée des stocks et d'un hivers clément, la zone Euro se mettait à croire en un scénario de «soft-landing». Aux Etats-Unis, la désinflation semblait bien engagée et des données macro-économiques robustes permettaient d'espérer 1- une pause dans le cycle de relèvement de taux de la Réserve et 2- que la remontée des taux courts ait été suffisante pour «freiner» l'économie sans pour autant la casser. Ce regain d'optimisme n'est d'ailleurs pas étranger au rebond des marchés en ce début d'année et aux révisions à la hausse des perspectives de croissance sur l'année 2023 (un demi point de croissance attendu en plus sur la zone Euro et les Etats-Unis entre les attentes en fin d'année 2022 et maintenant).

Des créations d'emplois toujours robustes ont ravivé les craintes de voir une inflation élevée perdurer. Cela a conduit les marchés à anticiper un taux terminal des FED funds plus élevé et leur maintien à un niveau élevé pour une période plus longue.

Stress bancaire et risque de récession en hausse

L'embellie macro de début d'année aura été de courte durée. Les faillites en cascade de la Silicon Valley

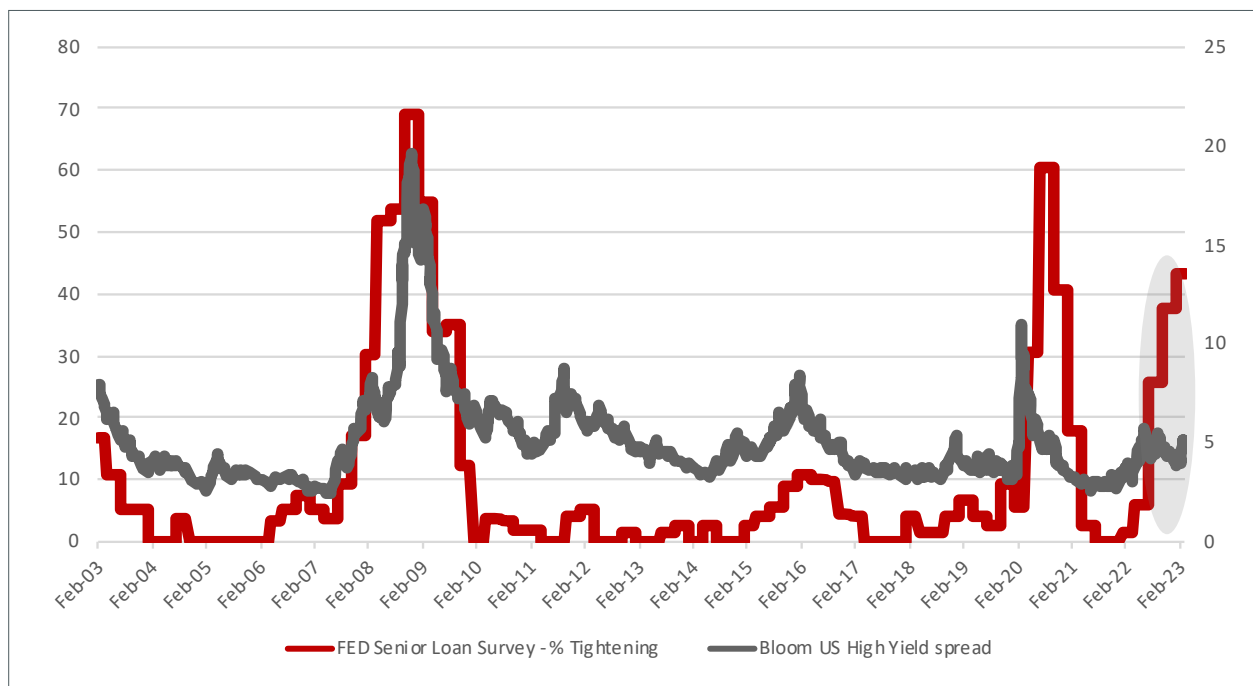
Bank, et de la Signature Bank, sans oublier la vente forcée du Crédit Suisse jettent un sérieux froid, et créent un vent de panique sur les marchés financiers. Pour endiguer cette crise de confiance, les autorités monétaires après avoir joué le rôle de pompier pyromane n'ont d'autre option que d'ouvrir en grand les vannes de la liquidité et d'agir promptement pour sauver les acteurs bancaires défaillants.

La FED délivre in fine une hausse de 25bp (contre 50bp attendus quelques jours auparavant), et suspend la réduction de la taille de son bilan. La crise de confiance se propage en Europe et frappe les établissements déjà fragilisés. Le Crédit Suisse, miné par les scandales passés doit être racheté in extremis par l'UBS dans une transaction orchestrée et supportée par les pouvoirs publics suisses.

Le premier mouvement d'une banque en difficulté est de restreindre l'accès au crédit.

La crise de confiance d'aujourd'hui est très différente des crises du crédit en 2008, de la dette souveraine en 2011. Les banques sont aujourd'hui mieux capitalisées, régulées (en Europe) et jouissent généralement d'une situation de liquidité plus favorable. La bonne nouvelle est que la confiance peut être restaurée et les actions des autorités vont dans ce sens. Dans l'intervalle, le principal risque semble être celui d'un «credit crunch» notamment aux Etats-Unis où le rôle des régionales dans le financement dans l'économie est crucial. Rappelons-nous que le premier mouvement d'une banque en difficulté est généralement de restreindre l'accès au crédit au risque de précipiter l'économie en récession dans un mouvement auto-réalisateur.

GRAPHIQUE 1 : FED LOAN SURVEY POURCENTAGE DES RÉPONDANTS INDIQUANT UN DURCISSEMENT DES CONDITIONS D'OCTROI (ECH. GAUCHE) VS. SPREAD HIGH YIELD (ECH. DROITE)



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Dans cet environnement si particulier, il nous semble important de maintenir une allocation relativement prudente et diversifiée. Nous favorisons notamment l'Asie qui reste une zone relativement « décorelée » des turbulences actuelles. Le scénario de récession en zone Euro et Etats-Unis revient sur le devant de la scène et celui inflationniste repasse au second plan. Nous n'avons probablement pas fini de constater les dommages collatéraux de la fin de l'argent gratuit: une bonne raison de rester vigilant, mais aussi de se tenir prêt à se saisir des opportunités qui se présenteront.

* Warren Buffett

3. MARCHÉS DE TAUX

INFLATION, FAILLITES BANCAIRES ET RÉCESSION.

« Bullish steepening »

En tout début de mois, les craintes inflationnistes redoublaient d'intensité et les marchés s'attendaient à des mesures fortes des banques centrales. Mais dans le sillage de l'affaire SVB et la débâcle de Credit Suisse, la solidité de certaines banques et la stabilité du système financier ont été remises en cause. La fuite vers la qualité a profité aux emprunts d'états, les courbes de taux évoluant sous la forme d'un «bullish steepening» (les taux courts baissant encore plus fortement que les taux longs).

Dans ce contexte, les banques centrales étaient attendues au tournant. La BCE n'a pas hésité à faire grimper son taux directeur de 50bp car l'inflation est le sujet d'inquiétude majeur et, à en croire Madame Lagarde, unique puisque le système financier de la zone euro ne montre aucun signe de faiblesse. Aux Etats-Unis, au-delà des 25bp symboliques de hausse de taux de la Fed, c'est bien la taille de son bilan qui a frappé les esprits. Elle a en effet augmenté brutalement de 392 milliards en quelques jours bien que le programme de Quantitative Tightening soit toujours appliqué sur le même rythme. Le responsable de cette forte remontée est le BTFP (Bank Term Funding Program) destiné à mettre de l'huile dans les rouages du système via des injections massives de liquidités. C'était visiblement le prix à payer pour ne pas transformer la faillite de SVB en crise financière majeure.

Au-delà de 25bp symboliques de hausse de taux de la FED, c'est bien la taille de son bilan qui a frappé les esprits.

Duration en hausse, exposition crédits en baisse

Dans un tel environnement, il s'avérait nécessaire de protéger les portefeuilles en privilégiant la duration à travers des expositions en emprunts d'état à maturités longues. Cette stratégie, plus défensive, consiste à rajouter un peu plus de risque de duration au détriment du risque de crédit. Deux bonnes raisons incitent à investir en titres du Trésor US à 30 ans aujourd'hui.

En premier lieu, une exposition à la partie très longue de la courbe se justifie par une analyse de l'environnement actuel qui plaide pour une surpondération d'emprunts d'état américain à long terme. Ensuite, la dette du Trésor US à 30 ans a toujours joué le rôle de protection naturelle contre les marchés plus risqués et volatils comme les actions mais également, à l'intérieur de la classe d'actifs obligataires, les dettes dites «high beta» comme par exemple les crédits à notation BBB/BB ou les obligations hybrides. Ces dettes non gouvernementales vont sans doute subir plus de volatilité à court terme mais les rendements élevés qu'elles offrent plaident pour leur maintien dans une stratégie à moyen-long terme.

4. MARCHÉS ACTIONS

LE MATCH : FONDAMENTAUX VS. CONFIANCE

Les cycles économiques sont ponctués de périodes de turbulences qui semblent de plus en plus rapprochées depuis 15 ans. Les crises se succèdent désormais très rapidement et même lorsque tous les scénarios semblent balisés, le fameux « Black Swan » n'est jamais bien loin, il surprend et nous rappelle à quel point l'économie et les marchés sont exposés à certaines inconnes, parfois peu rationnelles...

La confiance est un processus complexe, multidimensionnel, qui se réfère à la croyance qu'une personne ou une entité est fiable, compétente, et se comporte de manière cohérente avec nos attentes.

C'est bien de cette confiance dans les institutions financières, bancaires, dont il est question aujourd'hui. Nous ne sommes pas de retour à la situation de 2008. Les banques ont depuis traversées des vagues de réglementations et sont aujourd'hui fortement capitalisées. Les ratios de fonds propres et de liquidité sont élevés et permettent de résister sans peine aux pires scénarios de stress, fréquemment simulés par les banques centrales. En revanche, une mauvaise gestion des risques peut déstabiliser une institution et cela qu'elle soit financière ou non. C'est le cas de la banque SVB qui a ouvert le bal et a mis en lumière le risque d'une trop forte concentration de sa base clientèle et une erreur potentielle dans la gestion actif/passif.

La confiance est fragile et vulnérable aux ruptures. Dans ces cas, il n'est pas aisé de la rétablir et cela demande temps et efforts pour y parvenir.

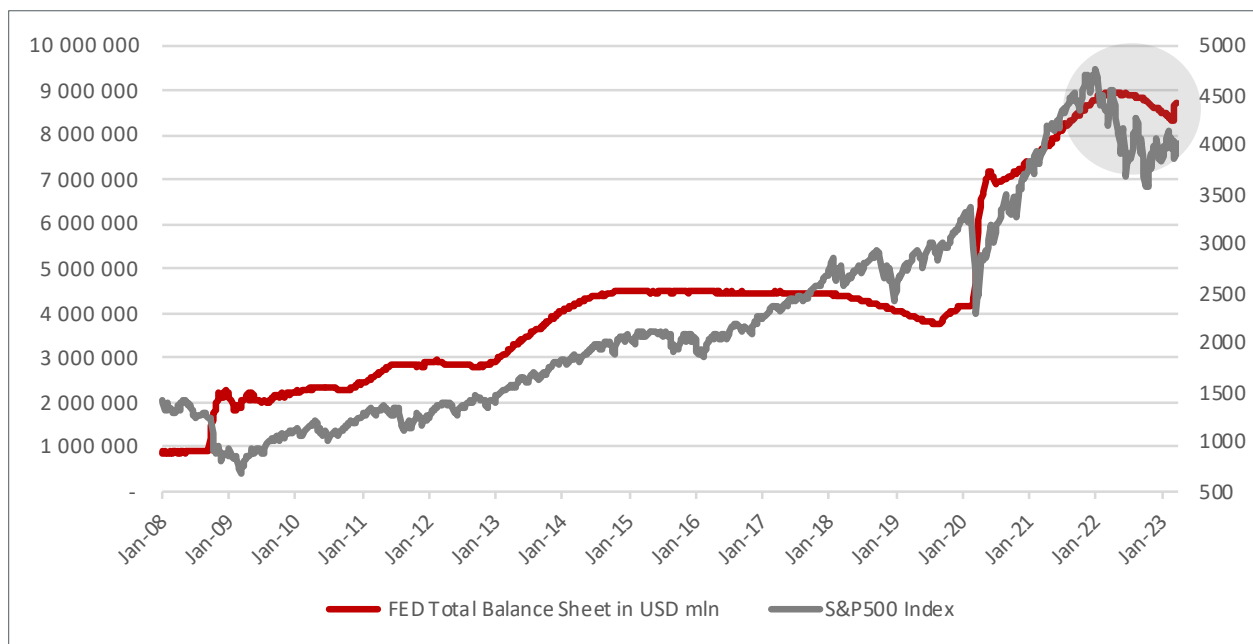
La fragilité de certaines grandes institutions était connue du marché comme en témoigne leur niveau de Credit Default Swap (CDS ou prime d'assurance pour se prémunir contre un éventuel défaut) avant le mois de mars. Les risques spécifiques à certains établissements étaient clairement identifiés, notamment en Europe. Ainsi, le Credit Suisse était fragilisé depuis plusieurs années par plusieurs scandales et de nombreux changements répétés dans son équipe de Direction. Ses ratios de fonds propres semblaient suffisamment solides mais difficile de résister à une crise de confiance quand celle-ci se transforme en «run» sur les dépôts. Ce risque nous semble aujourd'hui davantage présent aux Etats-Unis et centré sur ses banques non systémiques, régionales, moins régulées, dont l'activité comporte des concentrations de risques importantes sur certains segments ou typologies de client..

Le Nasdaq s'affiche en haut du podium avec une progression de +20%. Dans la tourmente les investisseurs semblent y avoir trouvé un refuge.

Une des inquiétudes aujourd'hui provient de l'effet «boule de neige» appelée prophétie auto réalisatrice qui peut se former lors de crise de confiance et dans des mouvements de panique. Elle serait difficile à contrôler, ne reposerait sur aucun fondamentaux et manquerait d'objectivité.

Afin d'éviter cette situation les banquiers centraux sont à l'unisson. Ils rassurent et soutiennent le système bancaire des deux côtés de l'atlantique. Le «Quantitative Tightening» tout juste entamé par la FED prend un coup d'arrêt (chart ci-après).

GRAPHIQUE 2 : TAILLE DU BILAN DE LA FED EN MLN USD (ECH. GAUCHE)
VS. S&P500 (ECH. DROITE)



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Quels impacts pour les marchés actions ?

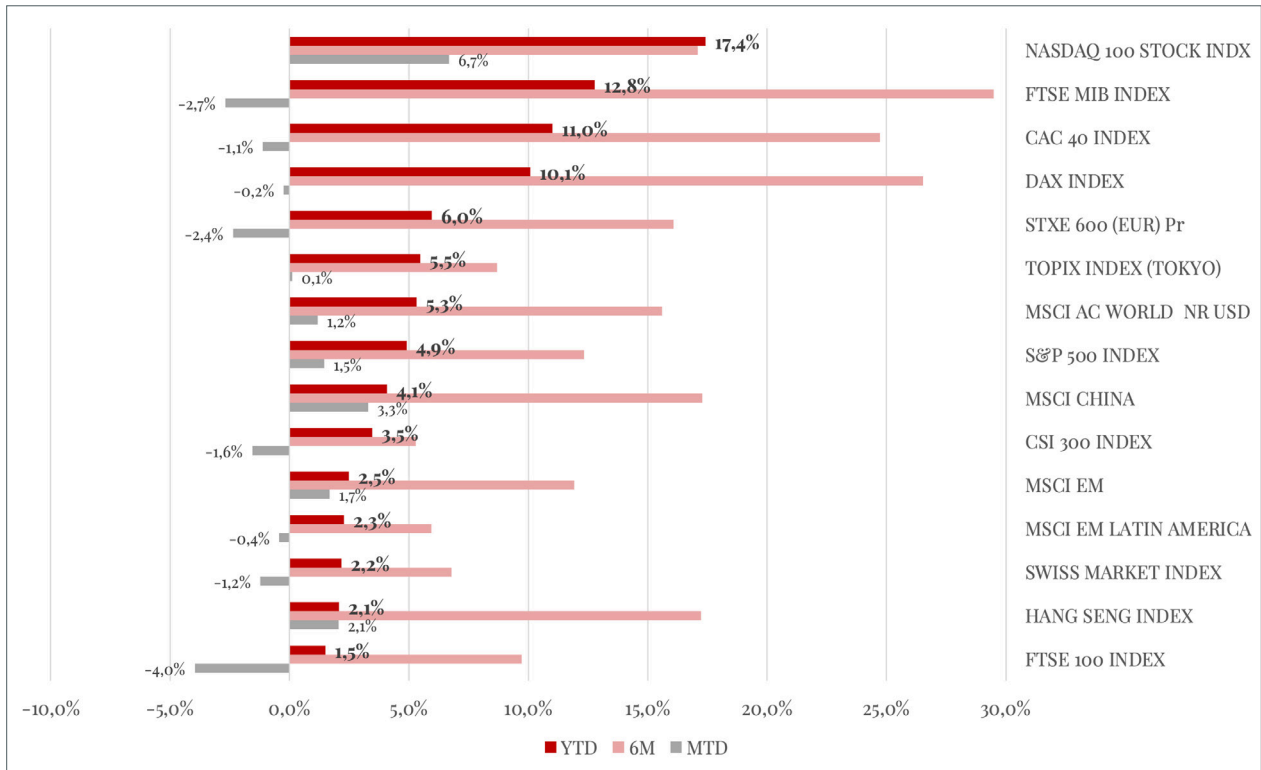
Le marché a d'abord accusé le coup et retracé la majeure partie de la hausse du début de cette année. Mi-mars, après une FED et une BCE qui prennent état de la situation, rassurent et soutiennent le système financier à cout de centaine de milliards, les marchés repartent à la hausse (MSCI World +3.8% YTD au 28 mars). Les valeurs qui ont le plus souffert en 2022 continuent de grimper. Les valeurs décotées prisées l'année passée sont abandonnées au profit des entreprises de Technologie. Le Nasdaq s'affiche en haut du podium avec une performance annuelle de +20%. Dans la tourmente les investisseurs semblent y avoir trouvé un refuge. La performance annuelle du marché Européen, largement soutenu par un CAC40 en pleine forme et contrastant avec la situation sociale en France, devance toujours celle du S&P500.

L'économie américaine se porte bien, elle continue de surprendre positivement comme le reflète l'indicateur de Citi (Citi Economic Surprise Indice) et contrairement au même indicateur pour l'économie Européenne qui lui est en tendance baissière depuis le début de l'année. Cependant, au vue du contexte macroéconomique et géopolitique avec une probabilité de récession significative aux Etats-Unis; la valorisation des actifs américains nous parait trop élevée (PE S&P500 18x vs long terme 17x).

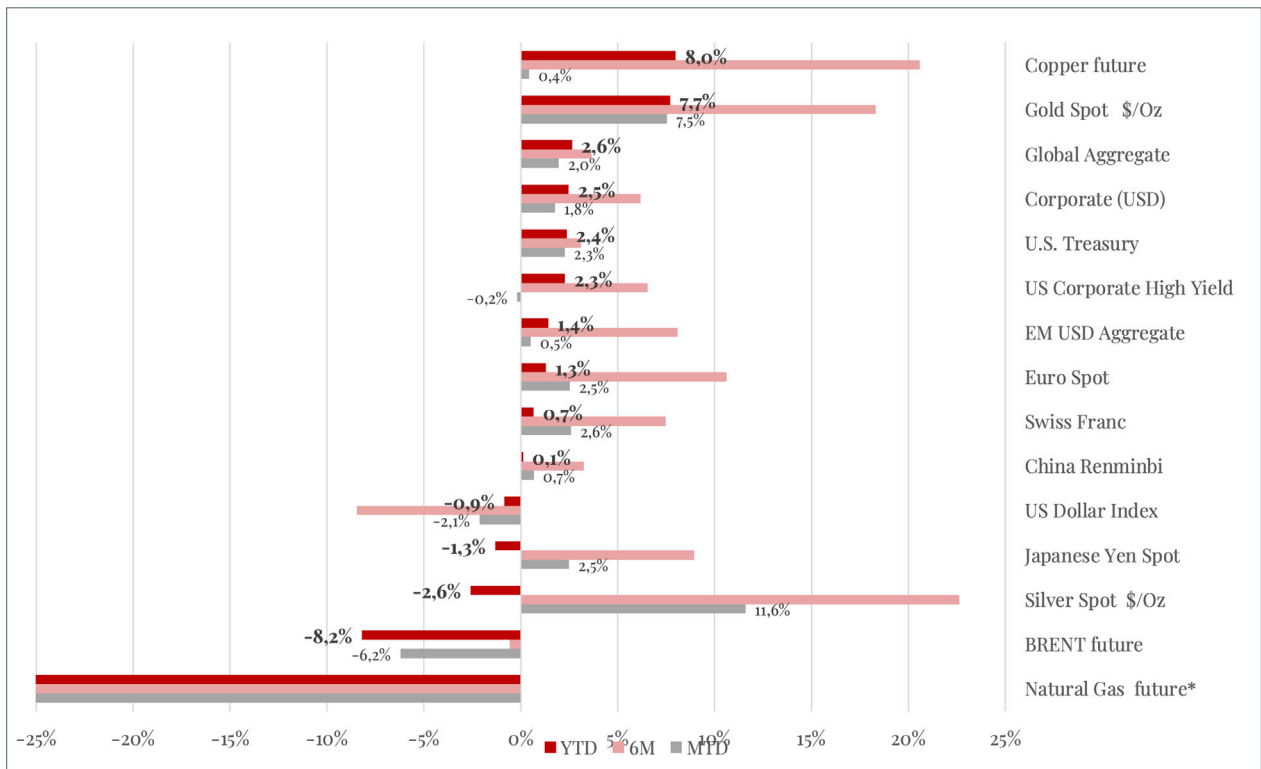
Le ratio « Bull Bear », indicateur contraria, s'approche des niveaux de changement de tendance où nous pourrions voir les « Bear » capituler. Nous restons prudents sur les actions et nous continuons à favoriser une approche équilibrée entre une exposition sélective à des valeurs décotées et entre les segments dits de Qualité Croissance. Notre attention se porte toujours sur l'Asie (Chine, Japon et Inde). Nous favorisons une approche asymétrique offerte par l'utilisation de dérivés (Stratégies Long Short, Produit Structurés).

6. PERFORMANCES

PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 30/03/2023

* Natural Gas : -55.5% YTD, -70.6% 6M, -27.5% 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

Achévé de rédiger le 30/03/2023

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch