



BANQUE  
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES  
4<sup>E</sup> TRIMESTRE 2023

# SOMMAIRE

## 4<sup>E</sup> TRIMESTRE 2023

### **1. Editorial**

L'ancien et le nouveau monde.

### **2. Point de vue Macro**

Inflation, taux longs et soft landing, le cocktail du dernier trimestre.

### **3. Marchés de taux**

Banques centrales, le dilemme inflation-récession.

### **4. Marchés actions**

Et si c'était vrai ?

### **5. Allocation d'actifs**

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

### **6. Performances**

# 1. ÉDITORIAL

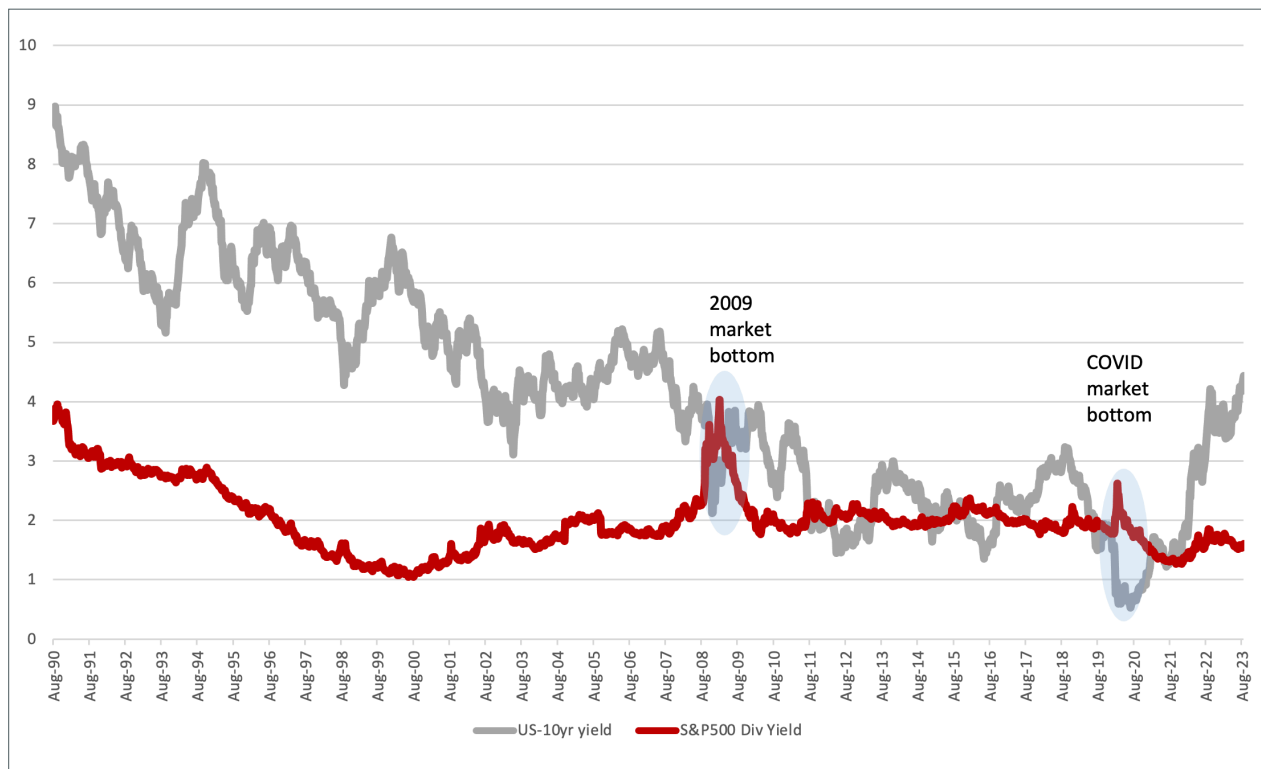
## L'ANCIEN ET LE NOUVEAU MONDE.

**Après un été pas fameux pour les marchés d'actions le mois de septembre reste dans cette tendance baissière avec des replis significatifs y compris pour les stars de la cote. Même la flamboyante société NVIDIA aux Etats-Unis ou LVMH en Europe marquent le pas. Les replis des grands indices restent néanmoins raisonnables : depuis le début d'année le S&P500 progresse encore de 11.3 % – mais est proche de zéro dans sa version équipondéré - et le STOXX600 de 5.2 %. Les analystes qui pour la plupart avaient été trop prudents en fin d'année dernière ravalent leur chapeau et relèvent – plus ou moins discrètement – leurs cibles de fin d'année pour les indices actions.**

Car oui force est de constater que la croissance a été un peu meilleure qu'attendue et les résultats d'entreprise du premier semestre satisfaisants. Le *soft landing* est vraiment très soft, la récession mille fois évoquée semble incarner le paradoxe de la flèche de Xenon : elle se rapproche toujours mais n'arrive jamais.

Quelques signaux se mettent néanmoins à clignoter : Le rythme des créations d'emploi aux Etats-Unis s'essouffle, les taux de défaut des emprunteurs privés sont en progression, les taux de défaut des obligations High yield passent de 1,6 % à 3,2 % (source BOFA)... des chiffres non alarmants en absolu mais qui traduisent une inflexion.

G1 : S&P500 DIVIDEND YIELD VS 10YR BOND YIELD



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Comme l'a récemment rappelé Jamie Dimon (le CEO de JP Morgan) « *Tighter monetary policy has a lag, which means it's often unclear when rising interest rates start to harm the economy* ».

A quelques jours d'intervalle Johann Rupert (le CEO du groupe Richemont) enfonçait le clou en déclarant que l'inflation commençait à impacter la demande pour les produits de luxe... Les signaux de la micro-économie s'alignent avec ceux de la macro pour pointer un ralentissement.

Ce type de configuration s'accompagne le plus souvent d'une détente sur les marchés de taux prompts à anticiper une inflexion favorable des politiques des banques centrales. Rien de tel dans la période actuelle : les taux américains sont au plus haut : 5,15% pour le 2 ans et 4,6% pour le 10 ans.

Deux lectures peuvent être faites de cette divergence : Soit les intervenants obligataires sont optimistes et ne croient pas à un ralentissement de l'économie, soit ils s'installent dans un monde nouveau dans lequel les taux restent élevés du fait d'une inflation persistante. Les taux feraient un plateau, un scénario différent de celui du début d'année dans lequel les intervenants anticipaient une courbe en cloche avec une baisse rapide des taux d'intérêt une fois leur pic atteint.

**Comme le monde nouveau ressemble au monde ancien des taux à deux chiffres de de notre jeunesse. On inclinerait plutôt pour la deuxième hypothèse. Néanmoins on se gardera de prendre un pari trop marqué en construisant des portefeuilles autour de deux idées fortes :**

- **Appétence pour les marchés obligataires dans une logique de portage qui comme on le rappelait début d'été nous paraissent plus attractifs que le « coûteux » Standard & Poor's.**
- **Portefeuille actions « barbell » : compléter les valeurs de croissance par des secteurs plus « value » favorisés par un environnement de taux plus élevés.**

## 2. POINT DE VUE MACRO

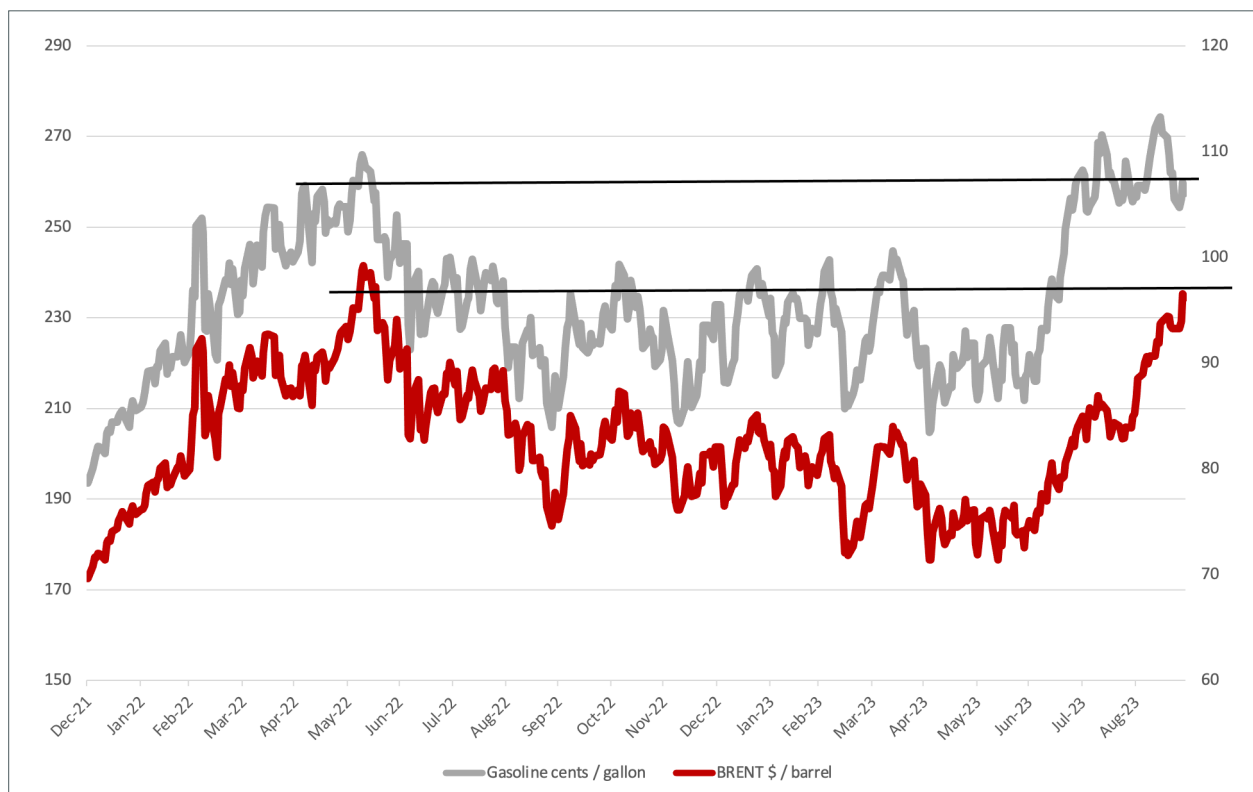
### INFLATION, TAUX LONGS ET SOFT LANDING, LE COCKTAIL DU DERNIER TRIMESTRE.

**Dans notre précédente chronique macro et récent éditorial, nous revenions sur le paradoxe que représente la situation actuelle : La récession américaine, mille fois annoncée tarde à se matérialiser, accréditant au moins pour l'instant un scénario de soft-landing très mou.**

Un certain nombre de données viennent abonder dans ce sens. La croissance du PIB pour le 2<sup>nd</sup> trimestre s'est finalement établi à 2,1 % QoQ en donnée annualisée, le Nowcast de la FED, son modèle de prévision instantané, la voit même accélérer à au 3<sup>e</sup> trimestre. Mais parallèlement à cela quelques

doutes apparaissent avec la chute assez nette du nombre d'emplois vacants la fin du moratoire sur le repaiement des prêts étudiants, ou le tarissement de l'épargne accumulée lors du COVID. Pour l'instant, la croissance tient, résultante du marché de l'emploi, de la consommation des ménages, et du soutien public mais pour combien de temps encore... Sans surprise, les marchés financiers donnent aussi quelques signes de faiblesse : Les marchés actions consolident, les « 7 Magnifiques » (Apple, Amazon, Meta, Alphabet, Tesla, NVidia, Microsoft) bien que toujours perchés ne semblent plus aussi intouchables. Plus préoccupant, les taux longs repartent nettement à la hausse : A 4,60%, le 10 ans atteint

G2: ÉVOLUTION DES PRIX DU BRENT (ÉCH. DROITE) ET DE L'ESSENCE (ÉCH. GAUCHE)



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

un point haut qu'il n'avait plus touché depuis 2007, entraînant des craintes sur la valorisation des actifs réputés à « duration longue ».

Selon l'adage bien connu « good news is bad news », les bonnes nouvelles obtenues sur le front économique et qui accréditent un peu plus la thèse du soft landing sont loin de rassurer les investisseurs, car elles renforcent également la perspective de voir l'inflation rester au-dessus de la cible de la FED et les taux demeurer un peu plus élevés un peu plus longtemps. Il faut dire que si le mouvement de désinflation depuis l'été 2022 est réel, une partie importante de celui-ci résulte de la baisse de l'énergie et d'effets de base très favorables sur la première partie de l'année. De ce point de vue, le redressement du prix du pétrole et de la gasoline, sous l'impulsion de l'OPEC, depuis 3 mois, augure des lendemains difficiles. Cela est d'autant plus vrai qu'hors Énergie et Alimentaire, l'indice des prix n'a que peu reculé, ce qui gêne la banque centrale et éloigne dans l'immédiat la possibilité à court terme d'une baisse majeure des taux.

***Si le mouvement de désinflation depuis l'été 2022 est réel, une partie importante de celui-ci résulte de la baisse des prix de l'énergie et d'effets de base très favorables.***

Si l'inflation reste un sujet majeur dans les économies développées, c'est loin d'être le cas en Chine qui confrontée aux difficultés persistantes de son secteur immobilier flirte avec la déflation. L'alerte est sévère et suffisante pour que les autorités se décident depuis plus d'un mois à mettre en place un train de mesures destinées à restaurer la confiance des ménages et soutenir le secteur : baisse des exigences d'apport pour les emprunteurs, baisse des taux hypothécaires, etc.

Si les mesures sont importantes, elles sont néanmoins ciblées, et ne peuvent s'apparenter à un plan de relance massif tant les autorités restent sensibles sur la question de la bulle immobilière, et sur la dépendance de l'économie chinoise à ce secteur. Si ces mesures sont de nature à aider à soutenir le secteur, restaurer la confiance des ménages chinois dans le secteur immobilier prendra du temps, d'autant que l'immobilier a souvent représenté le principal vecteur d'épargne de la classe moyenne chinoise. De ce point de vue, le pivot orchestré par les autorités au travers des mesures prises en parallèle pour favoriser l'épargne financière et les marchés actions (baisse du droit de timbre) s'avère particulièrement intéressant et de nature à soutenir à long terme les marchés d'actions chinois.

**Si beaucoup a déjà été dit sur ce sujet, l'inflation devrait néanmoins rester central dans les mois à venir, de même que ses répercussions sur les marchés obligataires et le comportement des banquiers centraux. Dans ce contexte, le travail de repositionnement en matière d'allocation d'actifs effectué ces derniers mois reste plus que jamais d'actualité.**

# 3. MARCHÉS DE TAUX

## BANQUES CENTRALES, LE DILEMME INFLATION-RÉCESSION.

### L'inflation, meilleur ennemi des gouvernements ?

Depuis mi-septembre, les banques centrales n'ont pas chômé. La BCE a ouvert le bal, suivie par la Fed, la BoE, la BNS et la Norges Bank et finalement par la BoJ. La BCE s'est démarquée de son homologue américaine, la Fed, en annonçant que sauf accident, il s'agissait de la dernière hausse avant une longue pause sur les niveaux de taux actuels. L'inflation est suffisamment élevée pour justifier cette décision de politique monétaire restrictive mais la BCE joue avec le feu car le ralentissement, qui s'est déjà transformé en récession dans certaines régions, aurait pu la faire hésiter et l'inciter à la prudence en passant son tour cette fois-ci. Le lendemain, la Fed a préféré faire une pause. La banque centrale américaine estime en effet que le scénario d'atterrissage en douceur est possible et que l'inflation sera ramenée vers 2% après une ou deux hausses de taux supplémentaires suivies d'une longue pause qui rend illusoire tout espoir de baisse de taux en 2024.

Loin des discours de façade, il se pourrait que certains gouvernements (et celui des Etats-Unis en premier lieu) ne voient finalement pas d'un si mauvais œil cette inflation qui tombe du ciel depuis deux ans. En effet, la masse des dettes souveraines a grimpé de manière vertigineuse pour atteindre des niveaux devenus insoutenables. Quelle est la meilleure solution, hors défaut de paiement, pour gérer ce lourd fardeau ? L'inflation bien sûr ! Nous allons donc vraisemblablement assister à des bras de fer entre banques centrales et gouvernements, les unes continuant d'appuyer sur la pédale de frein et les autres enfonçant généreusement la pédale d'accélérateur.

### Stratégie du quatrième trimestre

A la veille d'aborder un quatrième trimestre de tous les dangers, souvenons-nous de ce qu'on nous promettait il y a neuf mois : 2023, l'année des obligations, «bonds are back». Le crédit et quelques segments de niches (les hybrides corporates notamment) s'en sortent vraiment bien mais le comportement des grands indices gouvernementaux et «aggregate» se sont révélés décevants jusqu'à présent.

Nous poursuivons désormais une stratégie visant à protéger les portefeuilles à court terme (soit le quatrième trimestre) contre toute mauvaise surprise supplémentaire. Grâce au portage et à la convexité, l'investisseur est relativement bien protégé. Pour perdre de l'argent aujourd'hui sur les taux courts 1-3 ans, il faudrait envisager une correction de l'ordre de 300bp ! Dans le même ordre d'idée, investir en Treasuries à 10 ans offrant un rendement de 4,5% avec une forte convexité, c'est maximiser significativement son profil espérance de gain / risque de perte. Nous voyons trois segments de marché à privilégier à court terme. En premier lieu, les emprunts du Trésor US à 12-18 mois à 5,3%-5,4%, ensuite, les taux nominaux et réels (TIPS) sur la partie 18 mois-3 ans et enfin, les crédits Investment Grade de bonne qualité sur des maturités 2-5 ans. Le quatrième trimestre sera compliqué sur les marchés de taux, ce qui nous incite à faire preuve de prudence.

# 4. MARCHÉS ACTIONS

## ET SI C'ÉTAIT VRAI ?

**Les deux premiers trimestres de l'année auront marqué les esprits tant par la confirmation de certains mouvements haussiers peu anticipés en début d'année que par un optimisme semblant résister à toute épreuve, particulièrement aux États-Unis. Rien ne semblait pouvoir arrêter cette douce euphorie, pas même le taux 10 ans américain qui faisait alors un plus haut pour franchir le pic d'octobre 2022 au-dessus de 4,33%.**

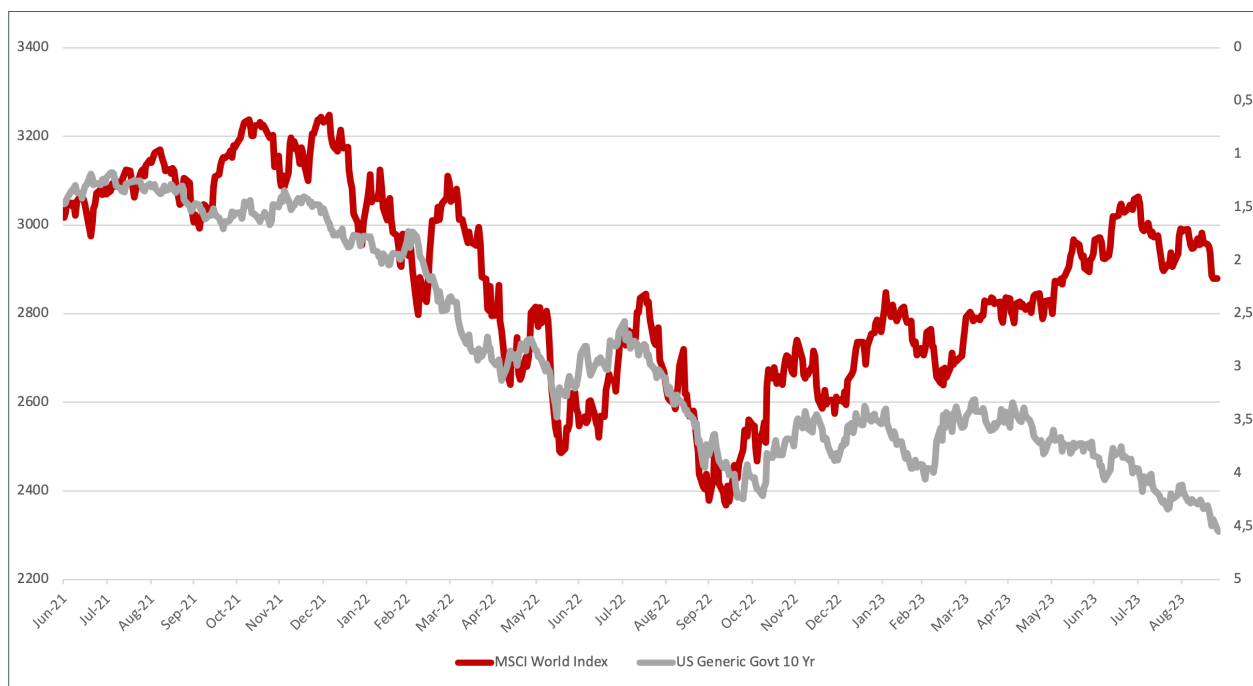
Le 31 juillet, le S&P 500 affichait une performance annuelle proche de 20 %, la hausse du Nasdaq100 dépassait 40 % toujours portée par les mêmes 7 grandes valeurs de la technologie, et même le Dow Jones Industrial gagnait presque 9 %. Du côté de l'Europe, le Stoxx 600 dépassait 11 % soutenu par les marchés Italien, Espagnol, Français et Alle-

mand. En Chine le marché domestique et Hong Kong étaient en territoire positif et au Japon le To-pix s'envolait au-delà de +25 %.

Depuis les choses ont changé... Le troisième trimestre s'est avéré moins linéaire. A l'heure du grand chassé-croisé estival, milieu de l'été, c'est une autre phase de marché qui s'est profilée. Depuis le 01 aout, le S&P500 et le Nasdaq abandonnent environ 6-7 %, le Dow Jones 4 %, le MSCI China chute de plus de 10 % et l'Europe perd 3 %. Seule leur au tableau, le marché japonais continue sur sa lancée et à l'inverse du reste du monde il est positif sur la période (+2 %).

Les résultats d'entreprises du 2<sup>nd</sup> trimestre font état en consolidé d'une baisse significative même si ils dépassent les attentes, le retour de l'inquiétude au-

G3: MSCI WORLD INDEX (ÉCH. GAUCHE) VS. RENDEMENT DU 10 ANS US (ÉCH. DROITE INVERSÉE)



Source: Banque Eric Sturdza, bloomberg



tour du secteur immobilier Chinois et la révision en baisse des attentes de croissance, la reprise de l'inflation, le taux hypothécaire 30 ans US qui s'approche de 8 %, les PMI qui fléchissent vers le seuil de 50 aux Etats-Unis (niveau d'inversion de tendance) et qui s'enfoncent vers 40 en Europe tiré vers le bas par le secteur manufacturier, le ton hawkish de la FED, l'enlisement dans la guerre en Ukraine, le retour de tensions fortes en Afrique et autour de la mer de Chine ont été autant d'éléments qui ont bousculé la fin de l'été et incité à plus de prudence pour la rentrée début septembre.

### **Et si c'était vrai ?**

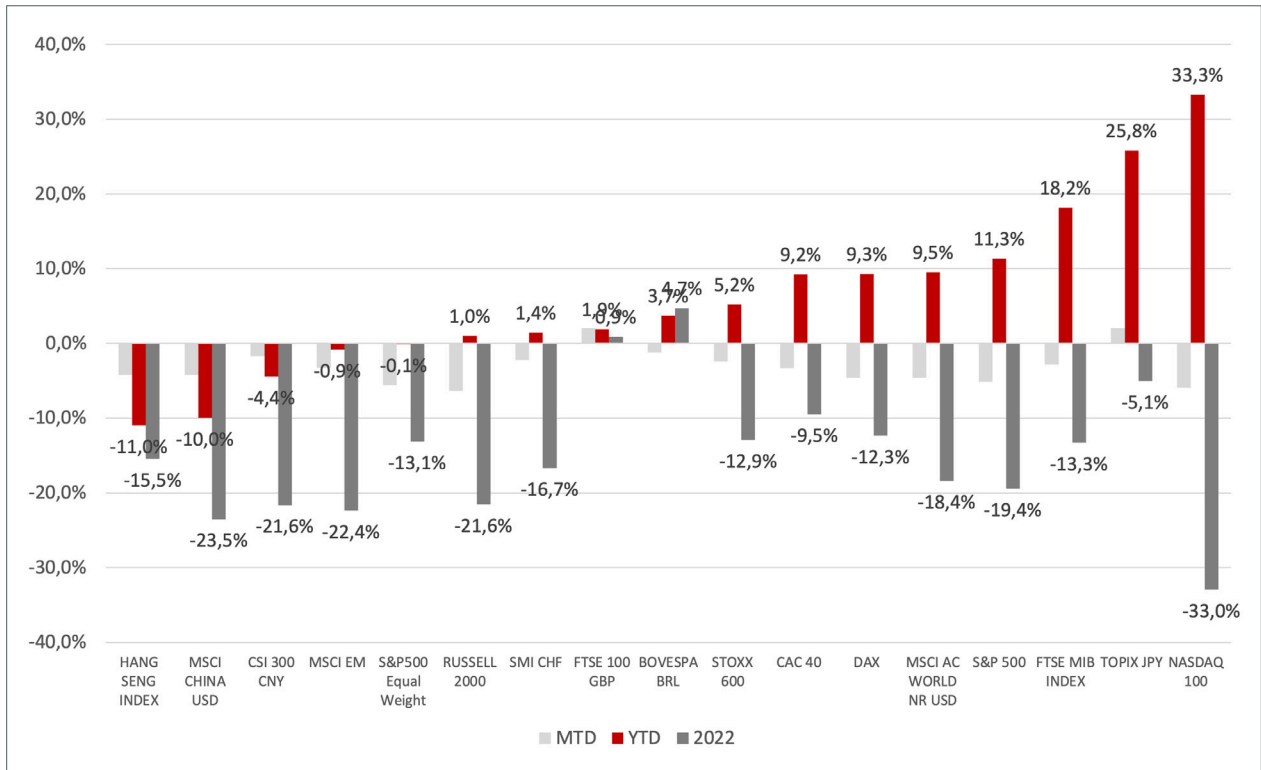
L'optimisme semble doucement s'estomper. Nous avons mentionné dans nos précédentes publications que les effets de base laissaient présager une reprise de l'inflation en septembre, notamment liée aux cours du pétrole. C'est chose faite et la cible de 2 % semble aujourd'hui très difficile à atteindre à court terme. L'inflation repart à 3,7 % et le chiffre hors coût de l'énergie et de nourriture (inflation core) baisse mais persiste au-dessus de 4 % (4,3 % en août).

Il n'en fallait pas plus pour que Jerome Powell réaffirme sa politique restrictive même si la banque centrale a décidé de ne pas monter les taux en septembre. La courbe US s'est ajustée en quelques séances. Les taux courts ont grimpé et le taux à 10 ans a brisé le plafond de verre pour s'établir à 4,6 % à l'heure où nous écrivons ces lignes. Le marché acquiesce, les taux pourraient être plus haut qu'anticipé et surtout sur une période plus longue. Que le monde soit prévenu, M. Jamie Dimon annonce un «worst-case scenario» avec des taux à 7 % et une stagflation...

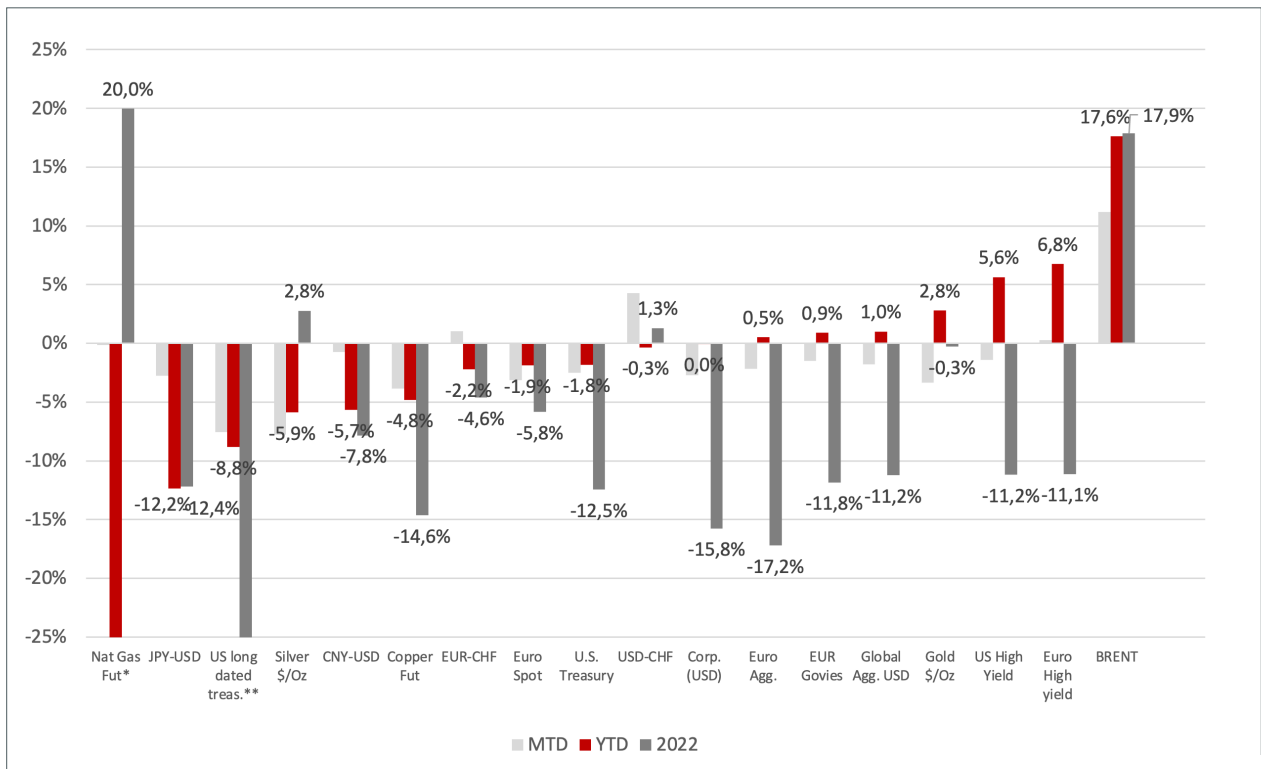
**Dans une telle situation, il paraît justifié de rester prudent sur la classe d'actifs actions, où des opportunités sélectives demeurent et où les rendements obligataires s'affirment comme un solide concurrent. Les flux actions en Asie sont également largement redirigés depuis la Chine au profit du Japon et d'autres zones comme l'Inde et le Vietnam. Ces grands mouvements provoquent des disparités de performance mais sans déclencher de stress, la volatilité remonte en Septembre mais reste relativement contenue, en dessous de 20% des deux côtés de l'Atlantique.**

# 6. PERFORMANCES

## PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



## PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 28/09/2023

\* Natural Gas: -38.2% YTD  
 \*\* US long dated treasuries: -29.3% 2022

## 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 28/09/2023**

## Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch