



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
JUIN 2021

SOMMAIRE

JUIN 2021

1. Editorial

Se méfier de l'eau qui dort...

2. Marchés de taux

Minutes du FOMC, même pas mal!

3. Marchés actions

Pricing Power, la nouvelle règle du jeu.

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

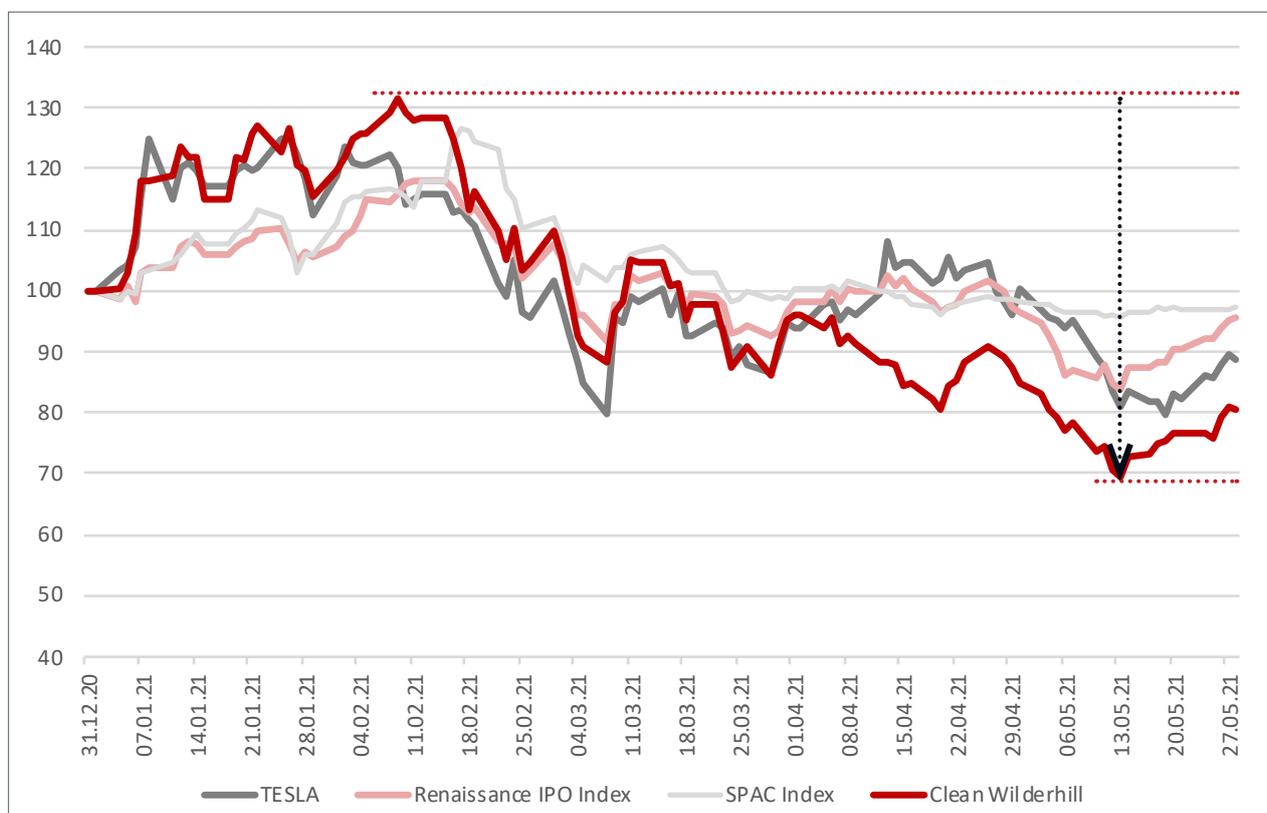
SE MÉFIER DE L'EAU QUI DORT...

Après avoir été marquée par les annonces faites par l'administration Biden en matière de politiques de relance et un calendrier chargé en matière de publications de résultats, l'actualité récente aura été rythmée par des publications macro, aux signaux parfois contradictoires...

Ainsi aux Etats-Unis, la publication de chiffres de l'emploi pour le mois d'Avril a soufflé le froid. Avec 266 000 créations d'emplois sur le mois, nous sommes très loin du million attendu ! Ajustement saisonnier ou bien retour compliqué sur le marché

de l'emploi de certains segments de population active – familles sans solutions de garde, concurrence des allocations chômage bonifiées sur les jobs les plus faiblement payés –, il y a fort à parier que les statistiques des mois prochains vont être très suivies et donneront plus de clarté sur le profil du rebond du marché de l'emploi. Cela permet néanmoins d'enlever un peu de pression des épaules de la FED. On ne peut pas en dire autant des très attendus chiffres de l'inflation. Elle ressort en hausse de 4.2% sur un an glissant, tout de même 3.0% pour l'inflation Core hors effet alimentation et prix de l'énergie.

GRAPHIQUE 1 : PERFORMANCES COMPARÉES DEPUIS LE DEBUT D'ANNÉE
TESLA, SPACS, IPOs, WILDERHILL CLEAN ENERGY



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, base 100 au 31/12/20

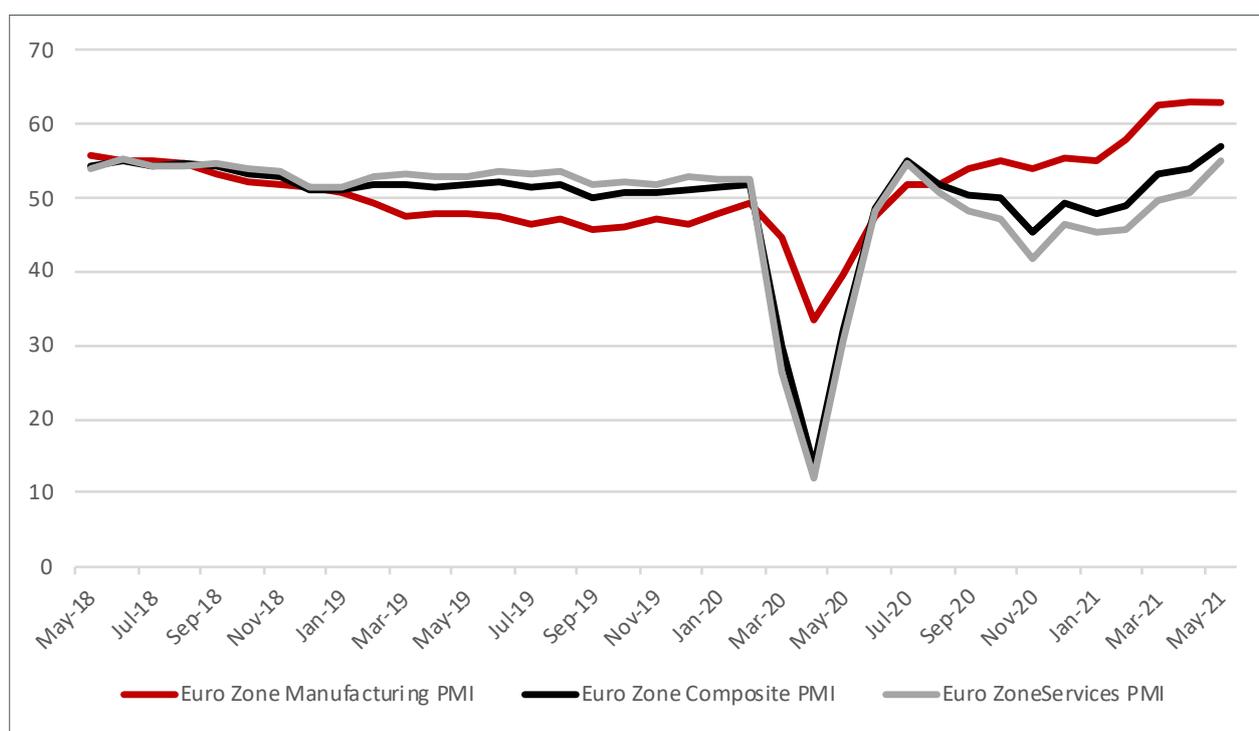
Plus que le chiffre global sur un an glissant – n’oublions pas le fort effet de base sur les matières premières et le fait que le contrat WTI était passé brièvement en territoire négatif l’année passée – c’est le chiffre Core, notamment celui en glissement mensuel (+0.9%) qui ravive les craintes inflationnistes et amène aussi le marché à questionner un potentiel *Tapering* de la part de la FED à horizon plus ou moins court. A ce stade, le discours de la FED se veut rassurant, avec la mise en avant du caractère transitoire de cette inflation et avec une FED peu attaquée sur la crédibilité de son message. Aidé par un positionnement plus neutre des investisseurs le taux à 10 ans se stabilise sur les niveaux de 1.55-1.65% et le S&P500 à 4200 points tutoie ses plus hauts historiques. Cette relative apathie des marchés financiers masque néanmoins des mouvements de rotation sectorielle et de styles très forts. La sanction est particulièrement sévère pour les actifs les plus portés ces derniers mois par la spéculation : -29% du point haut au point bas pour les *IPOs* récentes, -23% pour les *SPACs* (ces coquilles vides introduites

en bourse avec la visée de faire des acquisitions), -35% pour *Tesla* et même -47% pour l’indice WilderHill Clean Energy (*graphique 1*). Les crypto devises ne sont pas en reste, le Bitcoin se repliant de 50% cette année entre son point haut et son point bas. Cette purge s’avère finalement assez saine en corrigeant au moins partiellement certains des excès de marché les plus patents de ces derniers mois.

Le discours de la FED se veut rassurant avec la mise en avant du caractère transitoire de l’inflation et avec une FED peu attaquée sur la crédibilité de son message.

C’est finalement aussi cette image de STOP & GO qui vient en tête en Europe. La campagne de vaccination accélère fortement avec 4.6 mln de doses injectées en moyenne quotidiennement au cours du mois de mai, un chiffre à comparer aux 1.7 mln de doses injectées en moyenne lors des quatre premiers

GRAPHIQUE 2 : PMI MANUFACTURING & SERVICES EURO ZONE.



Source : Bloomberg

mois de l'année. Cette accélération de la vaccination permet la réouverture des économies européennes et d'envisager une reprise macro forte tirée sur les prochains mois par les services, après avoir déjà connu un redressement de l'industrie manufacturière (cf. graphe 2 – PMI Manufacturing). Cet effet pourrait être amplifié par le plan EU Next Gen, dont le déploiement avance enfin.

En Chine, les autorités semblent moins préoccupées par l'inflation que par le risque de surchauffe et de formation de bulles spéculatives. Rappelons que la taille du bilan de la Banque Populaire de Chine n'a que modestement progressé à l'occasion de la crise du COVID. Les autorités chinoises ont même dénoncé le risque de bulles financières créées par les politiques monétaires expansives des pays développés. Elles ne sont d'ailleurs pas étrangères à la correction des crypto-devises en fin de mois, suite au durcissement de la réglementation pour les institutions financières et aux mesures de répression visant le *mining* de crypto devises. Ce risque réglementaire (pas simplement en Chine) est d'ailleurs l'un des principaux facteurs de risque mis en avant pour les crypto devises.

Plus que jamais, dans cet environnement, sélectivité et diversification demeurent des axes forts de note politique d'investissement. La recherche de thèmes d'investissement différenciant comme celui des obligations en Yuan et le maintien d'une approche géographique équilibrée sont autant d'illustrations de ce positionnement diversifié. Sur la thématique Actions, nous continuons aussi de mettre en avant une stratégie dite du Barbell qui consiste à privilégier à la fois des thèmes de croissance séculaire ET des valeurs plus cycliques et décotées tactiquement.

2. MARCHÉS DE TAUX

MINUTES DU FOMC, MÊME PAS MAL !

La Fed a les cartes en main

Les chiffres de l'emploi publiés en début de mois nous ont remis les pieds sur terre. Avec 266 000 créations d'emplois (contre 1 million attendues) et avec un chiffre de mars révisé de +916 000 à +770 000 nous sommes tombés de haut. Le taux de chômage, censé passer de 6% à 5.8% est même remonté à 6.1%. Cette déception sur le front de l'emploi nous incite donc à privilégier le meeting de Jackson Hole cet été comme tribune adéquate pour Jerome Powell dans sa stratégie de communication sur le délicat sujet du tapering. L'objectif de la Fed peut se résumer en quelques mots: un *tapering* mais sans taper tantrum! Quant aux chiffres d'inflation, ils ont surpris les marchés avec +0.8% sur un mois et +4.2% annualisé. L'indice des prix augmente sans doute plus fortement que prévu par le consensus et par la Fed par le simple fait que l'inflation salariale – pas encore inquiétante – a été de facto remplacée par les aides budgétaires octroyées aux ménages. Alors inflation temporaire ou début d'un nouveau cycle? C'est le tandem Biden-Yellen qui a la solution car l'ampleur et la durée de leur aide aux ménages conditionneront la suite des événements. Les marchés de taux, en d'autres temps, auraient connu un sell-off à la hauteur de la mauvaise surprise. Il n'y a pas eu de panique et les taux longs US n'ont pas sur réagi. Le message de la Fed est donc passé et pour l'instant les marchés (en tout cas leur grande majorité) y adhèrent toujours mais pour combien de temps?

Stratégie obligatoire en milieu potentiellement hostile

Les craintes d'inflation et de *tapering* sont susceptibles de provoquer des corrections sur les niveaux de taux longs US. Il est donc beaucoup trop prématuré de revenir sur le marché des bons du trésor. L'environnement actuel est, en revanche, toujours favorable pour le marché des crédits qui bénéficie notamment de la bonne tenue des marchés actions. La stratégie la plus adaptée à cette configuration de marché est donc de continuer d'investir en crédits seniors et hybrides de bonne qualité. Le retour de la volatilité peut offrir de belles opportunités d'investissement, surtout dans l'univers des hybrides, légèrement sous pression au cours de ce mois. En revanche, sur les marchés émergents (hors Chine), l'accumulation de mauvaises nouvelles (tant sur le plan sanitaire, qu'économique et politique) ne permet pas d'envisager sereinement un changement de politique d'investissement visant à privilégier la dette émergente. La politique de gestion poursuivie depuis quelques mois, visant à réduire sensiblement le risque de duration au profit d'une exposition au risque de crédit un peu plus agressive est toujours d'actualité en cette fin de printemps.

L'objectif de la FED peut se résumer en quelques mots : un tapering mais sans taper tantrum!

3. MARCHÉS ACTIONS

PRICING POWER, LA NOUVELLE REGLE DU JEU.

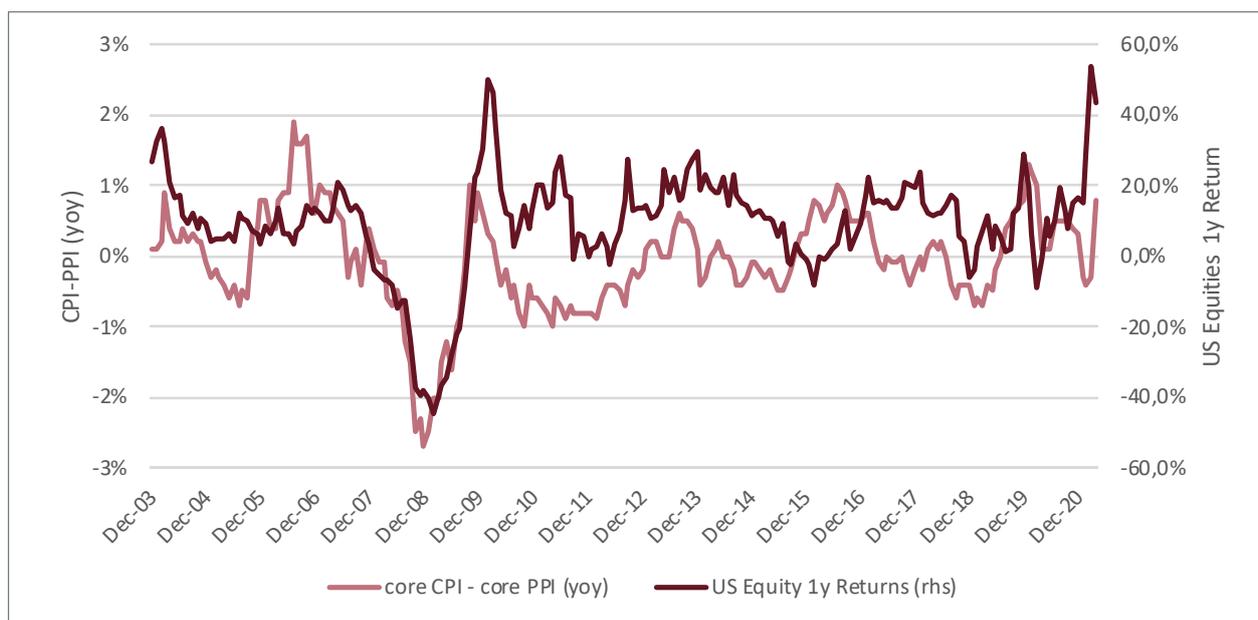
Au cours du mois dernier, le thème de l'inflation et de son incidence sur l'ajustement de la politique de la Réserve Fédérale a clairement dominé les débats. Les investisseurs se sont interrogés sur l'impact d'une normalisation de l'inflation sur les marchés actions, tant du point de vue de la valorisation que de celui des fondamentaux des entreprises. Alors que les gros titres se sont concentrés sur le secteur technologique et sur le caractère soutenable de ses multiples élevés, les questions relatives à la vulnérabilité des entreprises américaines à l'inflation se sont multipliées.

Au-delà des forts effets de base, les dernières lectures de l'indice des prix à la consommation (IPC) et de l'indice des prix à la production (IPP) ont en effet montré une forte croissance du niveau des prix de ces deux indices notamment le mois dernier. Les nouvelles mesures de relance budgétaire et la réouverture de l'économie permise par la réussite du programme de vaccination ne sont pas étrangères à ce rebond. Elles sont amplifiées par des capacités toujours limitées dans certains secteurs clés comme celui des voyages et loisirs. Qui plus est, dans un certain nombre de domaines, les chaînes d'approvisionnement fonctionnent toujours en dessous de leur capacité pré-pandémique, ce qui a pour effet d'exercer une pression croissante sur les prix alors qu'une vague de *revenge shopping* se propage. Il est intéressant de noter une augmentation significative de la mention du terme «Inflation» lors des publications trimestrielles et des conférences téléphoniques qui ont suivi. **Les investisseurs et les experts ont-ils raison de craindre l'inflation pour les marchés d'actions ?**

Les expériences passées ont montré que l'inflation a un impact plutôt nuancé sur les actions en tant que classe d'actifs, et que son impact reste très conditionnel. D'un point de vue conceptuel, pour les fondamentaux des entreprises, l'inflation peut devenir un sujet d'inquiétude lorsqu'elle exerce une pression sur les marges résultant d'une divergence entre la croissance des coûts et celle des revenus – ou, en des termes plus simples, d'une absence de *pricing power*. Le fait qu'un grand nombre d'industries se soient concentrés aux Etats-Unis au cours de la décennie précédente a contribué à donner du *pricing power* à de nombreux secteurs de l'économie. En considérant la différence de taux de croissance entre les prix à la consommation et les prix à la production comme un bon indicateur du *pricing power*, on constate une corrélation significative entre cette notion et les rendements des actions - un résultat assez intuitif étant donné sa traduction dans les marges bénéficiaires globales. Alors que la lecture de l'IPC de base a surpris ce dernier mois, l'écart entre celui-ci et l'IPP de base continue d'augmenter, ce qui suggère une capacité des entreprises américaines à répercuter ces hausses de coûts dans leurs prix.

L'inflation peut devenir un sujet d'inquiétude lorsqu'elle exerce une pression sur les marges résultant d'une divergence entre la croissance des coûts et celle des revenus.

GRAPHIQUE 3 : CORE CPI – CORE PPI COMPARÉS AUX PERFORMANCES DU MARCHÉ AMÉRICAIN.



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

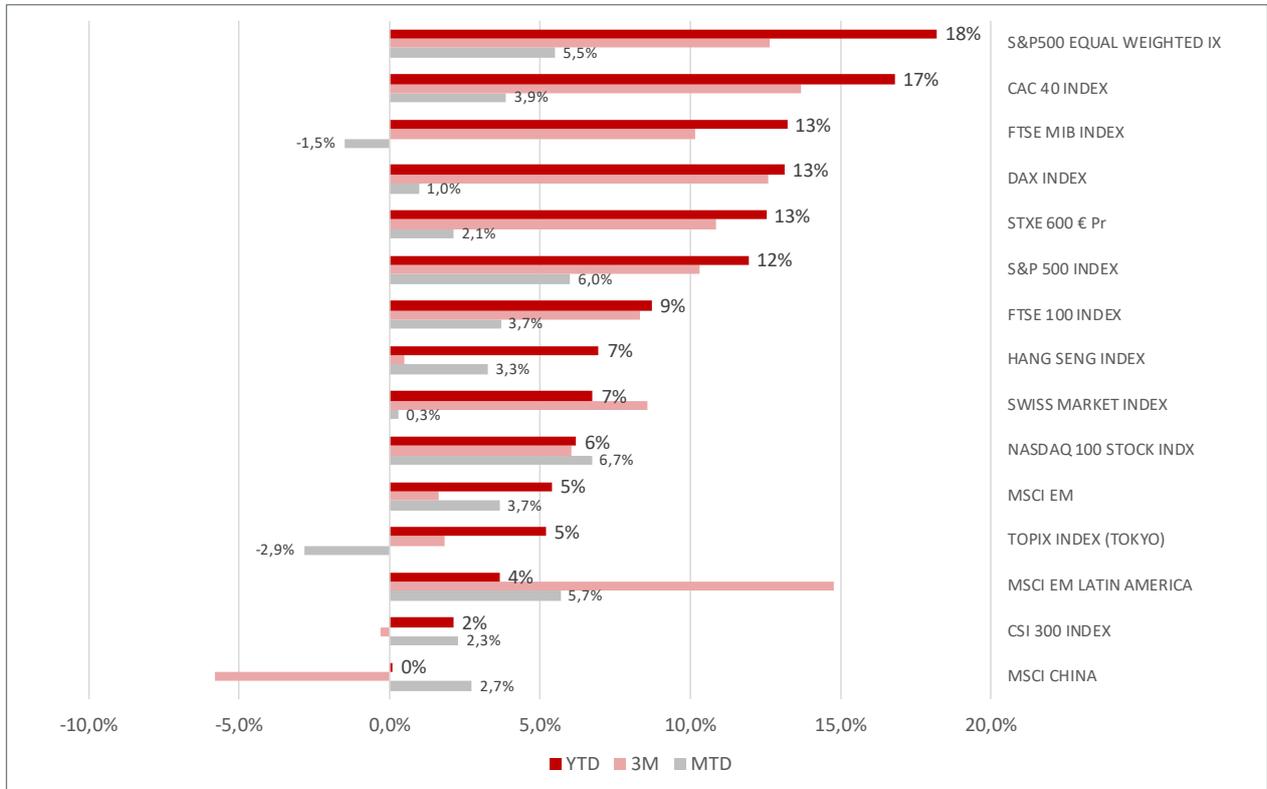
Cette vision plutôt positive des marges bénéficiaires est soutenue par le mouvement de révision à la hausse des bénéfices pour 2021 par la communauté des analystes et cela à un taux supérieur à la moyenne historique. Alors que certains investisseurs baissiers invoquent un aveuglement collectif, l'analyse des conférences téléphoniques post résultats montre au contraire que le sujet de l'inflation était une question populaire chez les analystes et largement discutée avec les équipes de direction – la base sur laquelle les analystes forment leurs estimations – alors que dans le même temps les mentions de pressions sur les marges sont restées largement en ligne avec les quatre trimestres précédents (c'est-à-dire nettement en dessous de l'historique). Bien que l'inflation soit au premier plan des préoccupations, les analystes voient donc dans une croissance significative des bénéfices en 2021, un facteur clé pour contribuer à réduire les multiples élevés des actions observés jusqu'à présent.

**Inflation, Technologie, Valorisation.
Un marché qui devient plus sélectif
dans un contexte de transition.**

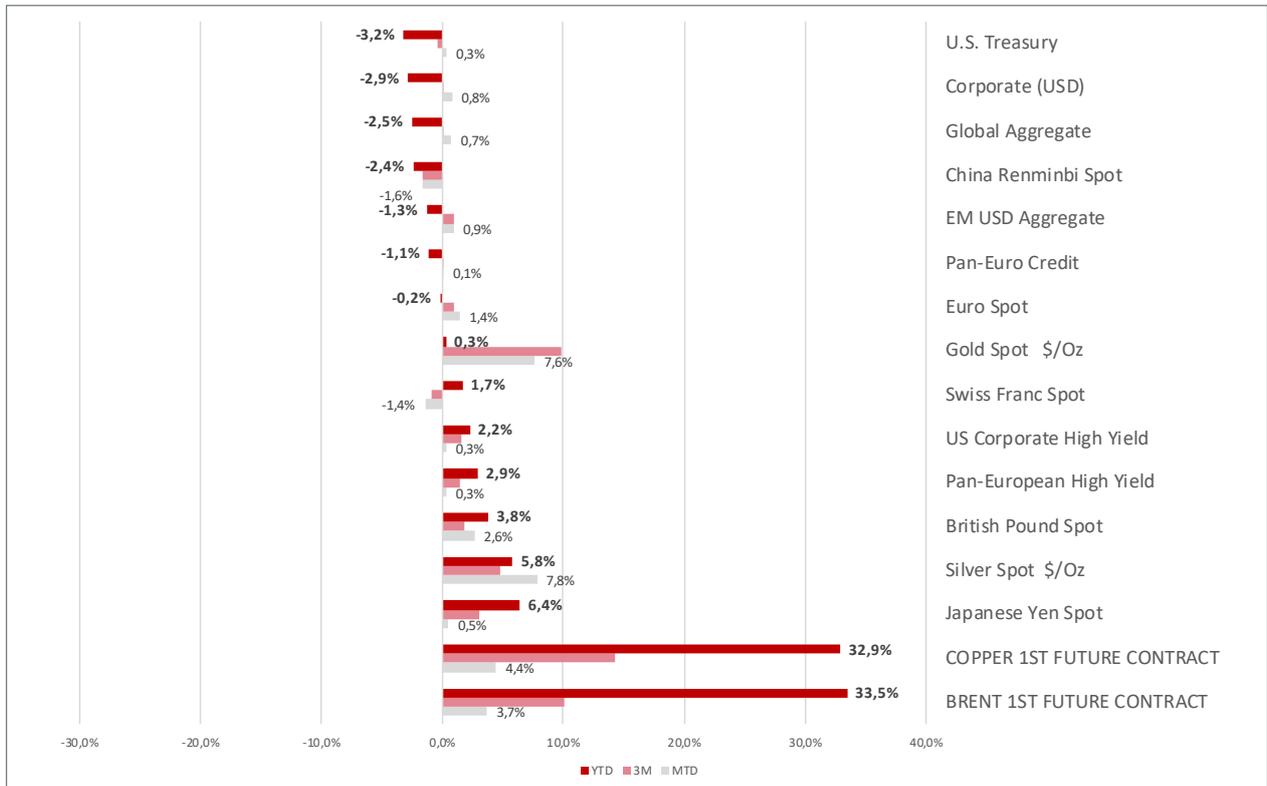
La récente transition d'un marché marqué par la pandémie du COVID à celui d'une reprise économique mondiale, associée à un pic d'expansion budgétaire, ont conduit les flux à diverger en 2020, entraînant des rotations sectorielles et une volatilité des valeurs les plus spéculatives. La reprise des indices des prix à la consommation accompagne à juste titre le passage d'une économie soumise à un choc sévère de l'offre et de la demande en 2020, à une économie connaissant une réouverture rapide et une largesse fiscale historique mais temporaire en 2021. Compte tenu du *pricing power* global, nous restons d'avis qu'une normalisation de l'inflation ne devrait pas mettre les actions en tant que classe d'actifs sous une pression excessive. Nous pensons toutefois que la gestion active basée sur les fondamentaux sera en mesure de prouver sa valeur lorsque le marché deviendra plus sélectif.

5. PERFORMANCES

PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 28/05/2021

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 28/05/2021

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch