



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
JUN 2024

SOMMAIRE

JUIN 2024

1. Editorial

Cycle et effets saisonniers

2. Marchés de taux

Fed, «baisse des taux» en juin confirmée!

3. Marchés actions

Acheter en mai?

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

CYCLE ET EFFETS SAISONNIERS

Malgré quelques soubresauts en fin de mois, Mai s'achève sur une performance solide pour beaucoup de classes d'actifs. Les marchés d'actions s'envolent vers de nouveaux sommets en particulier pour les grands indices boursiers américains S&P500 et Nasdaq100 en tête. Les actions chinoises qui ont longtemps été aux abonnés absentes du marché haussier donnent l'impression de vouloir se réveiller enfin. Les matières premières qui pour la plupart avaient été fortement sous pression en 2023 ne sont pas en reste et poursuivent leur rebond. Les marchés obligataires qui restent décevants cette année connaissent néanmoins une légère embellie sur fond de stabilisation des taux longs.

Si les performances sont encourageantes, elles ne doivent pas faire oublier les zones de faiblesse qui se sont aussi manifestées au cours des derniers mois. En effet, alors que les chiffres économiques américains avaient surpris en bien en tout début d'année et avaient fait croire à la poursuite de l'exceptionnalisme américain, la dernière séquence se révèle plus mitigée : ISM en berne, contributions négatives du commerce extérieur et des inventaires qui tirent le PIB US du T1 vers le bas et globalement un moindre effet de surprise, alors que la plupart des intervenants se sont habitués à voir l'économie américaine surprendre en bien... Sur ce dernier point, l'Europe et la Chine où les attentes étaient très déprimées bénéficient quant à elles de l'effet inverse. Les dernières données macro US donnent finalement du crédit à l'idée d'un «soft landing» auquel plus grand monde ne semblait croire.

Dans ce contexte de ralentissement économique, le rebond des marchés actions peut surprendre. Un rapide coup d'œil sur le niveau des primes de risque montre qu'aux Etats-Unis les valorisations demeurent élevées, complaisantes parfois. L'observation sur les valorisations ne s'applique pas à l'Europe et à fortiori à la Chine mais on connaît le leadership des Etats-Unis dans bien des domaines et en particulier quand il s'agit de tendances boursières...

Le phénomène de concentration observé sur les indices américains sur une poignée de valeurs met aussi mal à l'aise. Ce risque de concentration a culminé ce mois-ci lors la publication de Nvidia, le champion des puces pour l'Intelligence Artificielle et la valeur au sein des «Sept Magnifiques» qui tire les indices américains. En bourse, Nvidia avec USD 277 trilliards de capitalisation pèse plus que l'ensemble du marché allemand !

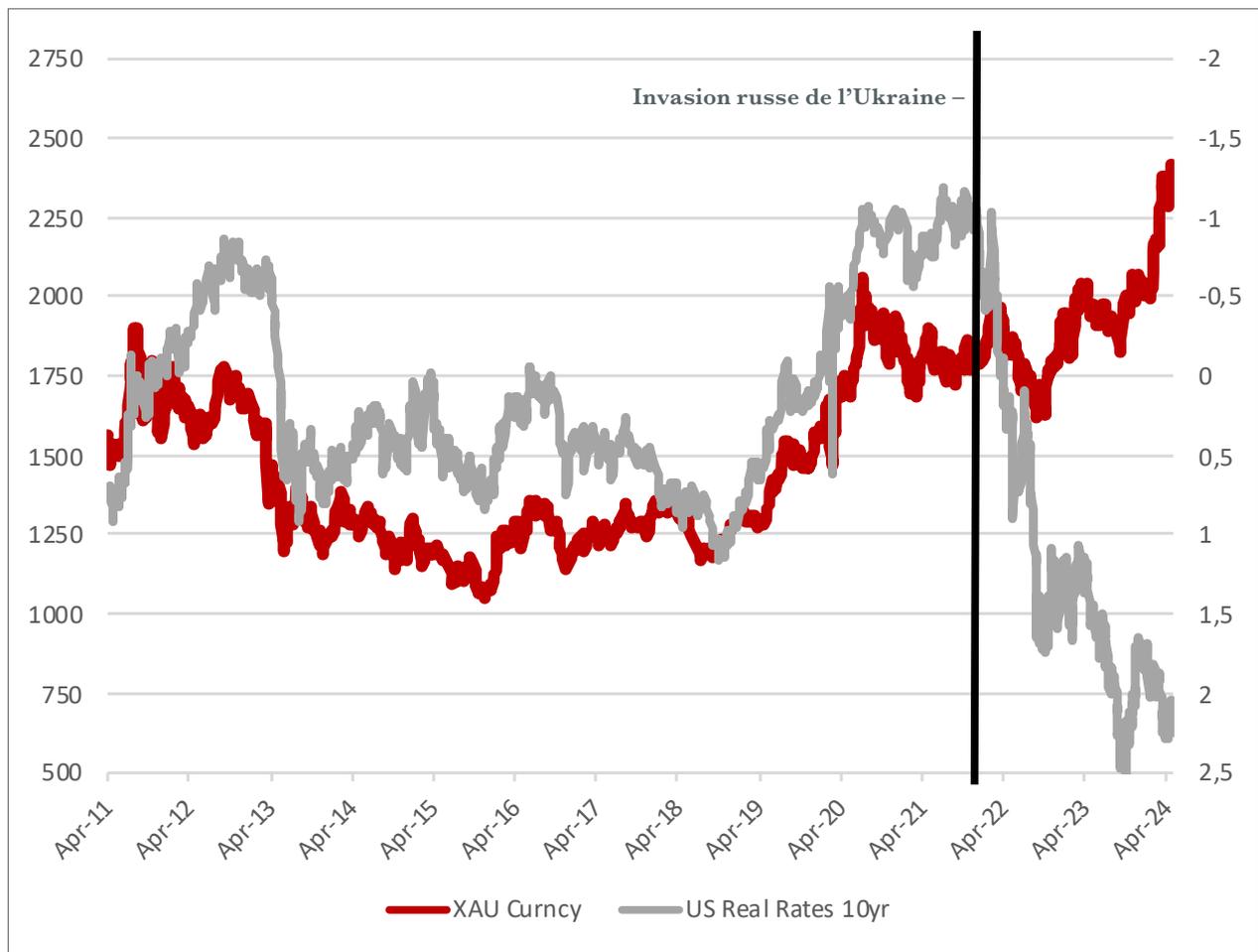
Les récentes agitations/ manipulations de titres engendrant des hausses en séance de plus de 80% comme celles de nouveau observées sur Gamestop sont également le signe d'un enthousiasme excessif de la part des investisseurs.

Une autre source de questionnement reste la performance des matières premières en particulier celles à caractère cyclique comme le Cuivre dans un contexte où l'économie montre quelques signes de ralentissement. Après un sévère destockage et des années de sous-investissement, il faut dire que la production a du mal à suivre une demande toujours robuste notamment car le développement de l'IA passe par la construction de nouveaux datacen-

ters très consommateurs d'électricité... L'Or fait aussi preuve d'une santé insolente en particulier au regard de l'évolution des taux réels qui était jusqu'à présent LE facteur explicatif de la hausse et de la baisse du prix de l'Or. Depuis février 2022, le facteur de soutien du prix de l'Or semble résider plutôt dans l'appétit des banques centrales émergentes qui veulent «dédollariser» leurs réserves, mais aussi à plus court terme dans le momentum acheteur des ménages asiatiques et chinois. Autant d'éléments qui militent à long terme pour une vision constructive sur les matières premières mais plus prudente à court terme.

Alors «sell in May and go away»? Bien que tentante sur le papier, cette stratégie s'avère rarement payante car elle implique d'avoir juste à la fois sur le timing de sortie et sur celui de réinvestissement. Le fait de manquer l'une ou les meilleures séances de l'année s'avère particulièrement néfaste pour les performances composées sur le temps long. Dans un monde où l'inflation est toujours vivace, les actions et les matières premières restent les armes de long terme les plus efficaces pour lutter contre celle-ci, en travaillant judicieusement sur ses axes de diversification et de sélection.

G1 : PRIX ONCE D'OR (ROUGE, ECH. GAUCHE) VS. TAUX REEL SUR BASE 10ANS US (GRIS, ECH. DROITE INVERSEE)



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, Avril 2011 - Mai 2024

2. MARCHÉS DE TAUX

FED : « BAISSÉ DES TAUX » EN JUIN CONFIRMÉE !

Un FOMC plutôt dovish

En Europe, les marchés attendent un premier assouplissement monétaire de la BCE le 6 juin et attendent confirmation qu'un second est prévu pour le 12 septembre. Aux Etats-Unis, les investisseurs ont fini par abdiquer et ne s'attendent plus qu'à une baisse de taux en fin d'année. Or, il y aura bien une « baisse de taux » en juin. En effet, Jerome Powell a confirmé le démarrage du tapering du Quantitative Tightening le mois prochain mais son ampleur s'est révélée supérieure aux attentes, soit 35 milliards par mois au lieu des 30 attendus. Ainsi, la taille du bilan de la banque centrale va poursuivre son régime minceur mais à un rythme beaucoup moins soutenu. A la fin de l'année cela fera une différence de 245 milliards et ce montant significatif s'apparente bien à une baisse de taux « déguisée ».

Si nous devons résumer en un mot la teneur des propos de Jerome Powell, ce serait « soulagement ». La Fed admet que la trajectoire prise par l'inflation n'est pas celle qu'elle attendait mais nous demande un peu de patience et moins d'inquiétude. La décrue viendra et une baisse de taux est toujours au programme. Dans le contexte actuel, moins de baisses de taux en 2024 signifient vraisemblablement plus de baisses de taux en 2025. L'économie américaine a peut-être connu son apogée au cours du premier trimestre et semble commencer à s'esouffler. A confirmer.

Le 10 ans US dans un no man's land

Les crédits sont chers dans la mesure où les spreads ne justifient plus toujours une prise de risque par rapport aux emprunts d'états. L'opportunité la plus intéressante reste le marché des dettes hybrides corporates. Elles partagent de nombreux avantages avec la dette high yield et l'un d'entre eux se nomme le portage. Les coupons sont si élevés par rapport à ceux des dettes seniors Investment Grade que les soubresauts de durée sont atténués. Les hybrides connaissent évidemment des baisses de régime mais dès que les marchés se calment, l'effet portage les remet assez rapidement dans le vert.

Il y aura bien une « baisse de taux » en juin. En effet J. Powell a confirmé le démarrage du tapering.

Des spreads de crédits chers sont-ils un signe supplémentaire qu'il faut rallonger les durées en achetant de nouveau des Treasuries longues ? Aujourd'hui, à environ 4.50% de rendement, le 10 ans américain se retrouve dans une espèce d'entre-deux. Si les taux longs devaient de nouveau repartir à la hausse, il deviendrait tentant de rallonger les durées vers 4.80%. Si nous devons basculer en bull market, nous attendrions tout de même une confirmation vers 4.20%. Aujourd'hui, il est en effet incongru ou prématuré de parler de retour du bull market des taux longs US. Ce « ni-ni » ne nous enthousiasme guère car il n'est pas dans notre nature de nous cacher derrière des expositions neutres. Mais dans la situation actuelle, il semble urgent de ne pas adopter des stratégies trop agressives.

3. MARCHÉS ACTIONS

ACHETER EN MAI ?

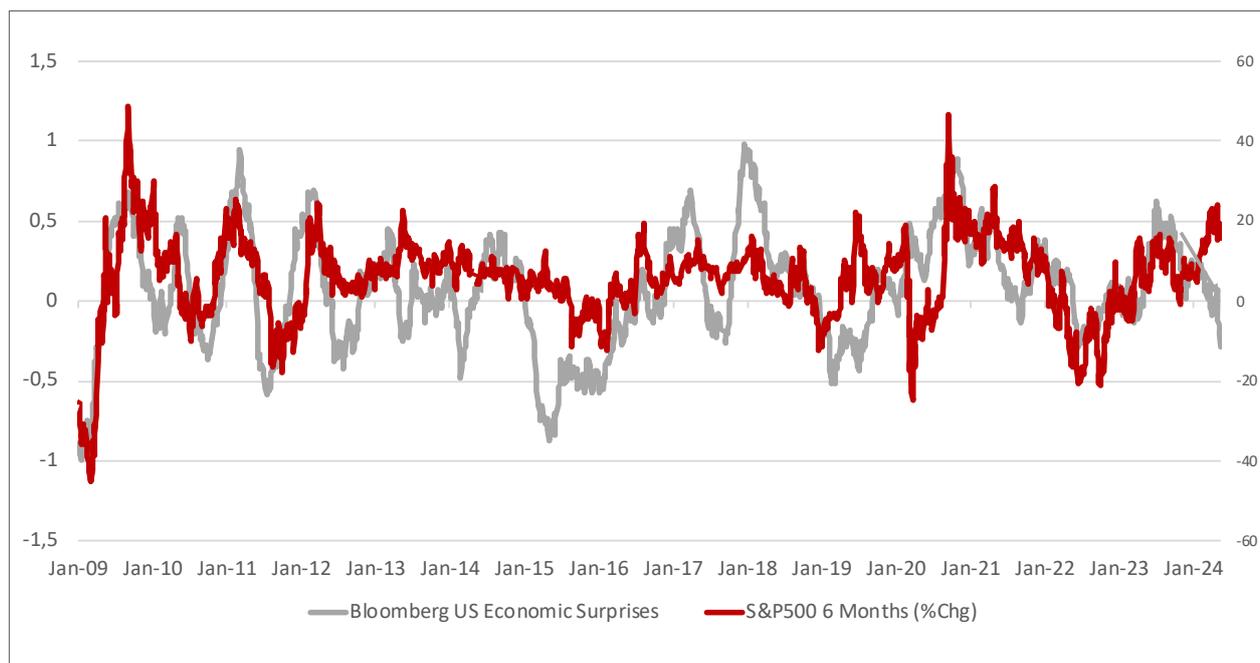
Après une brève respiration au mois d'avril, le S&P500 a touché une fois de plus de nouveaux sommets au mois de mai et a franchi les 5300 points. Cette hausse s'accompagne une fois de plus d'une expansion de multiples qui envoie le S&P sur des niveaux à plus de 23 fois les bénéfices, bien au-delà des moyennes historiques.

Cela est toutefois à nuancer car les effets de concentration des indices sur une poignée de valeurs du secteur de la technologie sont plus que jamais impactants et cachent une réalité plus mitigée visible au travers de la performance du S&P500 equally weighted. L'écart de performance depuis le début de l'année est aujourd'hui du simple au double (5% versus 12%).

Nous avons par ailleurs plusieurs fois relevé ces dernières semaines des séances de bourse largement dominées par une ou deux valeurs. Par exemple, lorsque Nvidia a annoncé ses résultats, en publiant un bénéfice par action d'USD 6 supérieur à des attentes élevées (à comparer aux 0.9\$ réportés l'année passée à la même époque), sa performance en bourse le lendemain a atteint plus de 10% permettant au S&P500 de limiter la casse et finir à -0.74%. Sans Nvidia, la performance du S&P 500 ce jour-là aurait été 2 fois pire...

Cet environnement a pour effet de remettre en question chaque jour un peu plus la performance de la gestion active. Leur performance relative ou absence de devient très difficile à tenir. Toutefois l'histoire montre que ces phénomènes ne sont que tempo-

G2: INDICE SURPRISES ÉCONOMIQUES (ECHELLE GAUCHE) VS. PERFORMANCE S&P500 6M CHG % (ÉCHELLE DROITE)



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

raires et ne doivent pas effacer les réalités économiques et comptables qui agissent toujours comme corde de rappel lorsque les marchés deviennent plus rationnels.

En Europe la performance est également positive au mois de mai après un mois d'avril dans le rouge. Comme son grand frère outre-Atlantique, l'indice générique des valeurs européennes atteint ce mois-ci son plus haut niveau historique. Le momentum économique semble plus favorable (certes vis à vis d'une base et d'attentes plus faibles) et soutient un marché largement décoté par rapport à celui américain (PE à 14.3x à comparer à x23.2 pour le S&P500).

En Asie, le Fonds Monétaire International vient de réviser ses attentes de croissance de la Chine pour 2024 à 5 % contre 4.6 % il y a quelques semaines et reflète une performance économique solide en ce début de l'année 2024 ainsi qu'un support additionnel du gouvernement. Cette révision haussière conforte notre positionnement favorable sur la zone. Cela est également vrai malgré les tensions commerciales existantes avec l'Occident et la volonté de «dédollarisation» de leurs économies, comme en témoigne la hausse de 17 % de leurs réserves d'or depuis le décembre 2022 (forum de coopération sino-arabe).

Le récente reprise de l'inflation en Europe et aux Etats-Unis crée déjà quelques soubresauts sur les taux et cause une incertitude quant aux futures décisions des banquiers centraux. Pour le moment le marché ne semble pas inquiet comme en témoignent le niveau toujours déprimé des indicateurs de volatilité. Jusqu'ici, le mois de mai n'aura pas confirmé l'adage «Sell in May & Go Away» mais cela n'est pas pour autant nature à complètement rassurer les investisseurs actions.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	29.05.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
MSCI WORLD	MSCI WORLD	3 430	3,8%	2,8%	13,4%	8,2%	24,4%	-17,7%	22,4%	16,5%	28,4%
	MSCI WORLD GROWTH	5 175	6,4%	3,8%	17,2%	12,3%	37,3%	-29,0%	21,4%	34,2%	34,2%
	MSCI WORLD VALUE	3 510	1,1%	1,7%	9,6%	4,1%	12,4%	-5,8%	22,8%	-0,3%	22,8%
WORLD & US	DOW JONES	38 442	1,7%	-1,4%	6,9%	2,0%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%	25,3%
	S&P 500	5 267	4,6%	3,3%	15,3%	10,4%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%	31,5%
	S&P500 EW	6 593	0,9%	0,0%	9,8%	3,0%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%	29,2%
	NASDAQ 100	18 737	7,4%	3,8%	17,5%	11,4%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%	39,5%
	RUSSELL 2000	2 036	3,2%	-0,9%	12,6%	0,4%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%	25,5%
EUROPE	STOXX 600	513	1,7%	3,8%	11,2%	7,2%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%	27,9%
	FTSE 100	8 183	0,5%	7,2%	9,8%	5,8%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%	17,2%
	CAC 40	7 935	-0,6%	0,1%	8,5%	5,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%	30,5%
	DAX	18 473	3,0%	4,5%	13,9%	10,3%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%	25,5%
	IBEX 35	11 145	2,7%	11,4%	10,8%	10,3%	28,1%	-2,0%	10,5%	-12,7%	16,5%
ASIA	SPI SWISS	15 742	4,5%	6,0%	10,6%	8,0%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%	30,6%
	MSCI EM	1 072	2,5%	5,0%	8,6%	4,7%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%	18,8%
	TOPIX	2 742	-0,1%	2,5%	15,4%	15,9%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%	18,1%
	HANG SENG	18 477	4,0%	11,9%	8,4%	8,4%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%	13,0%
FX & COMMODITIES	29.05.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
CURRENCIES	EUR-USD	1,080	1,3%	0,0%	-0,8%	-2,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%	-2,2%
	EUR-CHF	0,986	0,6%	3,2%	3,5%	6,2%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%	-3,6%
	USD-CHF	0,913	-0,7%	3,2%	4,3%	8,5%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%	-1,6%
	USD-JPY	157,640	-0,1%	5,1%	6,4%	11,8%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%	-1,0%
	USD INDEX	105,12	-1,0%	0,9%	1,6%	3,7%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%	1,2%
COMMODITIES	Gold	2338,12	2,3%	14,4%	14,8%	13,3%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%	18,3%
	Silver	31,98	21,6%	41,0%	26,5%	34,4%	-0,8%	2,8%	-13,6%	48,7%	12,7%
	WTI Crude Oil	79,23	-3,3%	1,2%	4,3%	10,6%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%	11,6%
	Natural Gas	2,49	25,2%	34,0%	-11,0%	-0,8%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%	-25,5%
	Copper	10326,27	4,4%	22,9%	23,1%	22,0%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%	3,4%
FIXED INCOME	29.05.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
RATES	US 10 year gvt	4,61	(0,07)	0,36	0,29	0,73	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps	-77 bps
	German 10 year gvt	2,69	0,11	0,28	0,24	0,67	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps	-43 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	554,6	0,4%	-0,3%	2,0%	-1,2%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%	8,2%
	US Treasuries	2219,0	0,7%	-1,0%	0,7%	-2,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%	6,9%
	US IG Corporates	3157,8	1,0%	-0,3%	2,3%	-2,0%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%	14,5%
	US High Yield	2514,2	0,9%	1,1%	5,2%	1,4%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%	14,3%
	Euro Government	233,0	-0,3%	-0,7%	1,2%	-2,3%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%	6,3%
	Euro IG Corporates	245,7	0,1%	0,5%	2,5%	-0,2%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%	6,2%
	Euro High Yield	451,1	1,0%	1,4%	5,7%	2,8%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%	12,3%
	EM USD Aggregate	1184,2	1,3%	1,3%	5,4%	1,1%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%	13,1%

Source: Bloomberg, 29/05/24

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 obligataire Senior

Jeremy Dutoit, Responsable Advisory

Achévé de rédiger

le 30/05/2024

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch