

BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES
3^E TRIMESTRE 2024

SOMMAIRE

3^E TRIMESTRE 2024

1. Editorial

Elections françaises et cohabitation sur les marchés financiers

2. Marchés de taux

La Fed et la théorie du maillon faible

3. Marchés actions

Les gagnants et les perdants du marché actions

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

ÉLECTIONS FRANÇAISES ET COHABITATION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

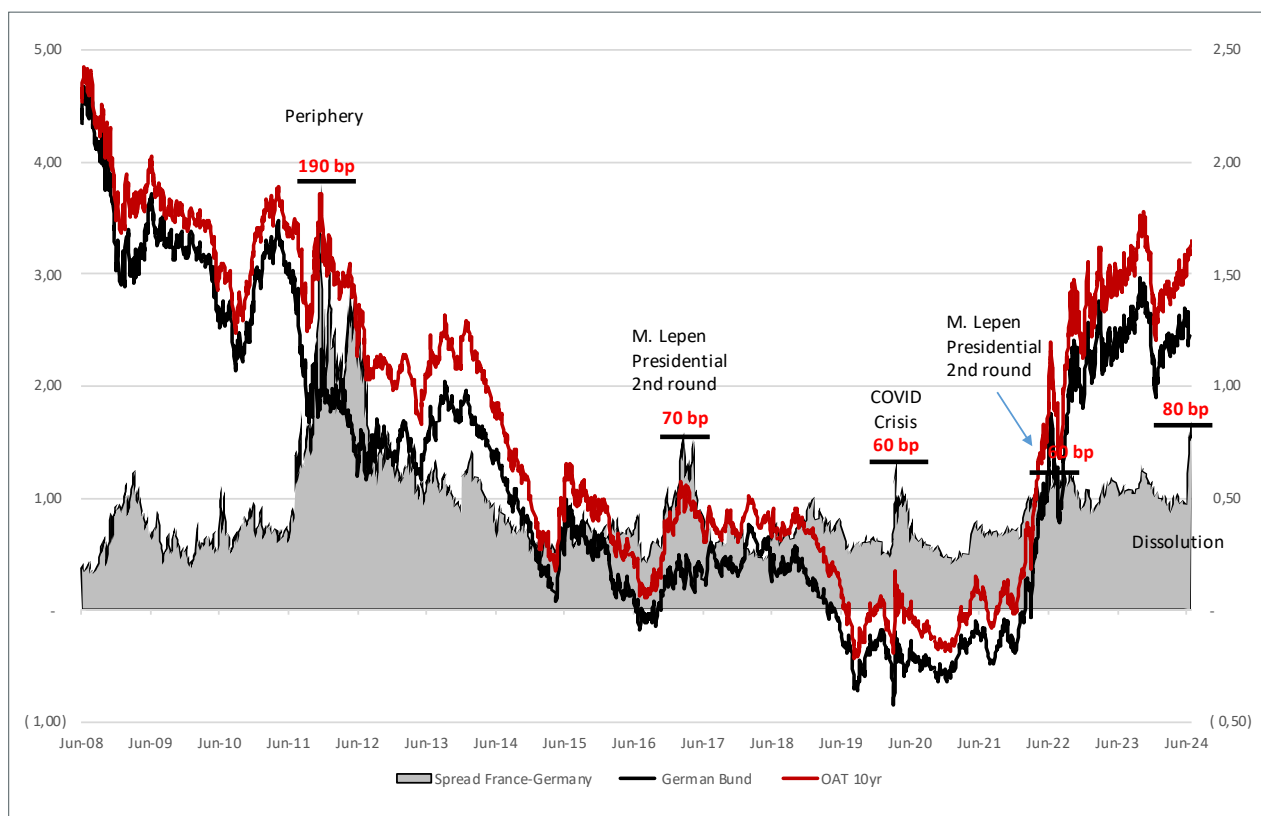
Alors que les Français s’apprêtaient à prendre des places pour les épreuves des JO ou au moins à régler les téléviseurs, la dissolution surprise de l’assemblée provoquée par Emmanuel Macron au lendemain des élections Européennes est venue voler la une de la presse Française, et bien souvent celle de l’actualité économique de la zone euro.

Les marchés se sont vite ajustés. Le CAC abandonne 6,5 % quand l’indice générique européen perd 2,3 % l’euro perd 1,5 % contre le Franc suisse

et l’écart de taux entre la dette Allemande et la dette française s’écarte passant de 50 points de base à 80 points de base.

Les cohabitations se sont produites à trois reprises sous la cinquième république... et n’ont pas nécessairement eu des conséquences macro-économiques négatives. Que ce soit en 86 avec le tandem Mitterrand / Chirac, en 93 avec Mitterrand / Balladur, ou en 97 avec Chirac / Jospin. Toutes ces cohabitations passées avaient néanmoins un point commun, n’impliquer que deux blocs, droite et gauche. Dans le cas présent en revanche on est dans une situation

G1 : ÉCART DE RENDEMENT OAT/BUND, OAT & BUND À 10 ANS



Source: Source Bloomberg, Banque Eric Sturdza, juin 2008-juin 2024

que les physiciens pourraient désigner comme «un problème à 3 corps». Il n'y a pas un président et son parti face à un autre parti mais un président face à deux partis, en l'occurrence le récemment baptisé «Nouveau Front Populaire» et le Rassemblement National. Les physiciens le savent : le mouvement de deux planètes se modélise très bien, à partir de trois c'est infiniment plus compliqué.

Nous avons néanmoins vu des efforts pour quantifier tous les résultats possibles. Maintenant que les votes du premier tour ont été dépouillés, il est probable que nous resterons dans un scénario très incertain jusqu'au deuxième tour.

L'objet de ce papier se limite à essayer de lire ce qui est déjà «dans les cours» et ce qui ne l'est pas. Le graphe de l'écart de rendement France Allemagne évoqué précédemment est éclairant.

Il permet de comparer le stress actuel de marché à celui des épisodes précédents : on est plus nerveux que lorsque Marine Le Pen était arrivée au second tour mais beaucoup moins nerveux que lors de la grande crise de 2011... A y regarder de plus près, l'écartement du «spread» OAT/BUND semble cette fois-ci être tout autant fonction de la baisse du taux allemand que de l'augmentation du taux français.

Au vu du programme économique du nouveau Front Populaire une dislocation extrême avec un écart de plus de 120 points de base du spread OAT /bund se produirait sûrement s'ils devaient emporter la majorité. Il nous semble qu'en revanche les autres scénarii ne devraient pas pousser le spread au-delà de son prix actuel, une situation sans majorité en particulier le ferait probablement refluer. Garder néanmoins en tête que des incertitudes subsisteront au-delà du deuxième tour et que la France était déjà dans l'œil du viseur avant la dissolution : il convient de ne pas trop rêver à un retour rapide sur les niveaux d'avant la dissolution.

En termes d'allocation, si on prête crédit aux instituts de sondage il est tentant de commencer à considérer les «victimes collatérales» de la dissolution française. On évoquait en première partie la dégradation du CAC par rapport à l'indice européen mais à l'intérieur de l'indice on observe des grandes disparités : les acteurs «mondiaux» comme Schneider ont été très peu impactés là où les acteurs plus locaux (et surtout plus régulés !) ont beaucoup souffert. Les groupes énergétiques de type Engie, le secteur bancaire français en sont des exemples... ils méritent sûrement qu'on y cherche des points d'entrée.

2. MARCHÉS DE TAUX

LA FED ET LA THÉORIE DU MAILLON FAIBLE

Crise de l'immobilier

Aujourd'hui, à la crise potentielle qui menace le marché de la dette CRE (Commercial Real Estate), viennent s'ajouter des inquiétudes sur le marché des CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities). L'immobilier commercial américain est au bord de la rupture.

Récemment, aux Etats-Unis, des tranches notées AAA de CMBS se sont retrouvées évaluées entre 70% et 75% de leur valeur initiale. Rappelons qu'en mars 2023, la Fed a injecté 400 milliards de dollars en dix jours pour que la débâcle de SVB et quelques autres banques régionales soit cantonnée à un risque idiosyncratique alors qu'il y avait un vrai danger systémique. Ces banques régionales croulaient sous le poids de dettes d'immobilier commercial dont la valeur s'était effondrée.

Si une nouvelle vague de problèmes dans l'immobilier devait faire vaciller le secteur des banques régionales américaines, la banque centrale ne pourrait pas s'en tirer à si bon compte et devrait sortir l'artillerie lourde. Elle va tout mettre en œuvre pour éviter d'en arriver à de telles extrémités.

La Fed pourrait faire un petit geste le 18 septembre, si l'immobilier continue de nous envoyer des signes de crise.

Baisse des taux le 18 septembre ?

Depuis le Covid, les différents secteurs économiques (industrie, technologie, banques, consommation...) ont évolué selon des rythmes beaucoup moins synchronisés que dans le passé. Les secteurs les plus sensibles aux niveaux de taux d'intérêts, immobilier en tête, sont aujourd'hui au bord de la récession. Si une crise menace l'immobilier (surtout commercial mais le résidentiel commence à décliner également), la Fed baissera ses taux «pour lui», même si d'autres secteurs affichent encore une santé éblouissante. **C'est la théorie du maillon faible.**

La Fed pourrait donc faire un petit geste le 18 septembre si l'immobilier continue de nous envoyer des signes de crise potentiellement profonde. Ne pas le faire, c'est prendre le pari que ce secteur va tenir le choc malgré des niveaux de taux trop élevés pour lui, ce qui demeure possible. Mais cela reste un pari et Jerome Powell n'est pas à la tête d'une telle institution pour jouer le sort de l'économie des Etats-Unis (et donc du monde) à pile ou face. La leçon de 2008 semble avoir été retenue. Ajoutons qu'une crise immobilière mènerait inéluctablement vers une récession et ferait baisser l'inflation, deux raisons supplémentaires pour adopter une politique monétaire accommodante.

En termes d'investissements obligataires, cela revient à abandonner petit à petit ce que nous appelons «les plaisirs éphémères». Ces investissements en marché monétaire ou obligataire à maturité très courte offrent encore des rendements supérieurs à 5%, mais plus pour très longtemps. Il s'agit donc de remettre petit à petit de la durée dans les portefeuilles. Mais graduellement car comme l'alcool, la durée peut tout à fait être consommée mais toujours avec modération !

3. MARCHÉS ACTIONS

LES « GAGNANTS » ET LES « PERDANTS » DU MARCHÉ ACTIONS

En cette période électorale, le fossé entre les riches et les pauvres est un thème récurrent dans les débats. Ce sujet trouve un certain écho sur les marchés actions, car rarement les marchés actions n'ont été autant polarisés entre les gagnants et les perdants du marché haussier que ce soit sur le plan géographique ou en terme de secteurs et de typologie de valeurs.

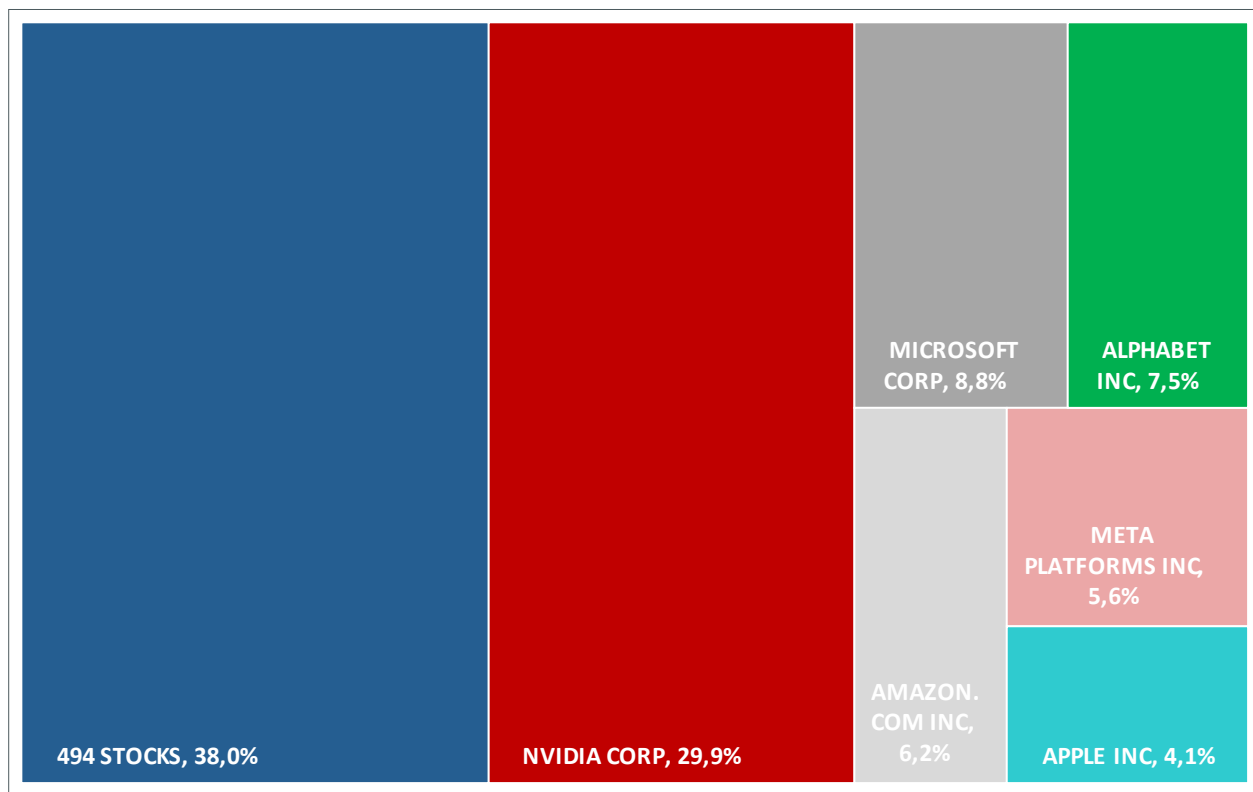
En première approche, les marchés d'actions internationaux signent un beau mois de Juin avec une hausse de près de 2% qui confirme le bon début

d'année des marchés actions. A y regarder de plus près, la situation est plus contrastée qu'il n'y paraît.

Il n'y a pas grand-chose de commun entre la santé insolente affichée par le S&P500 qui parvient à franchir la barre des 5500 points en cours de mois et la baisse du CAC40 (-6.5% sur le mois) qui a suivi l'annonce surprise de la dissolution de l'Assemblée Nationale décidée par le président français.

La sanction enregistrée par les actions françaises pourrait assez logiquement s'expliquer par l'incertitude politique créée par les élections législatives an-

G2: CONTRIBUTIONS INDIVIDUELLES À LA PERFORMANCE DU MARCHÉ AMÉRICAIN DEPUIS LE DÉBUT D'ANNÉE



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, YTD

ticipées. De prime abord, entre une absence de majorité claire et un risque de blocage institutionnel, une droite populiste au programme économique flou et un Nouveau Front Populaire au programme économique chiffré entre EUR 150-200 Mds*, il y a de quoi être inquiet et dubitatif, mais un peu moins si l'on considère qu'en moyenne seulement 15 % du chiffre d'affaires des sociétés du CAC40 est réalisé en France. D'ailleurs, les marchés ne semblent pas s'y être complètement trompés, la liste des victimes collatérales faisant la part belle aux sociétés réputées plus domestiques (construction et immobilier, services aux collectivités, banques et assurances), alors que les multinationales françaises sont plus épargnées. Plusieurs logiques s'affrontent ici pour expliquer la contreperformance du marché français, 1- un ajustement de la prime de risque (reflété également dans le spread OAT/Bund), 2- une compression du multiple de valorisation en anticipation d'une éventuelle baisse des profits (nationalisation, taxation accrue, etc.). Si le premier facteur est probablement justifié, beaucoup de mauvaises nouvelles semblent déjà prises en compte dans certains sociétés plus domestiques comme les financières.

T1 : 10 PLUS FORTES BAISES DU CAC40 ENTRE 07/6 ET 28/6/24

PERFORMANCES - 08/06/24 TO 28/06/24	
NAME	% CHG
Société Générale SA	-15,8%
Eurofins Scientific SE	-15,2%
Airbus SE	-14,5%
Thales SA	-13,5%
Bouygues SA	-13,5%
Crédit Agricole SA	-13,0%
Edenred SE	-12,8%
Carrefour SA	-11,2%
Vinci SA	-11,2%
Engie SA	-11,1%
CAC40 Index	-6,5%
STOXX Europe 600	-2,3%

Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 07/06/24 au 28/06/24

Aux Etats-Unis, la folie boursière continue autour de Nvidia et des titres vus comme bénéficiant de la révolution de l'Intelligence Artificielle. Les chiffres donnent le vertige : Malgré une correction de 15 % sur les dernières séances du mois, le titre continue sa marche en avant et progresse de 11 % en Juin et de près de 150 % depuis le début d'année. C'est largement suffisant pour qualifier Nvidia dans le club très fermé des sociétés ayant une capitalisation boursière supérieure à USD 3000 mds. Pas surprenant dans ces conditions de voir Nvidia représenter près d'un 1/3 de la hausse du S&P500 depuis le début d'année, cette contribution monte à près des deux tiers de la hausse si on ajoute à Nvidia, les « 5 Magnifiques » (Apple, Alphabet, Amazon, Meta Platforms, Microsoft).

Une telle situation est inédite dans l'histoire que ce soit du point de vue de la concentration sur une poignée de valeurs similaires et de contribution à la performance des grands indices américains. Surtout elle apparait peu soutenable à long terme et doit inciter à la prudence, à fortiori dans un contexte de valorisation élevée et d'indicateurs de sentiment tendus.

L'un des enseignements de ce mois-ci est que le facteur politique que l'on appréhendait en 2024 est bien présent mais pas forcément là où on l'attendait et est de nature à donner un coup d'arrêt à une tendance boursière bien établie. Une raison de plus pour demeurer prudent, alors que se profile l'élection présidentielle américaine en novembre et que la condamnation de Donald Trump et le débat catastrophique de Joe Biden montrent que rien n'est acquis...

* Fondation IFRAP / NFP

5. PERFORMANCES

EQUITIES	28.06.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
MSCI WORLD	MSCI WORLD	3512	1,9%	2,2%	10,8%	10,8%	24,4%	-17,7%	22,4%	16,5%	28,4%
	MSCI WORLD GROWTH	5383	4,8%	6,1%	16,8%	16,8%	37,3%	-29,0%	21,4%	34,2%	34,2%
	MSCI WORLD VALUE	3534	-1,0%	-1,9%	4,8%	4,8%	12,4%	-5,8%	22,8%	-0,3%	22,8%
WORLD & US	DOW JONES	39119	1,1%	-1,7%	3,8%	3,8%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%	25,3%
	S&P 500	5460	3,5%	3,9%	14,5%	14,5%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%	31,5%
	S&P500 EW	6664	-0,6%	-3,1%	4,1%	4,1%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%	29,2%
	NASDAQ 100	19683	6,2%	7,8%	17,0%	17,0%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%	39,5%
	RUSSELL 2000	2048	-1,1%	-3,6%	1,0%	1,0%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%	25,5%
	STOXX 600	511	-1,3%	-0,2%	6,8%	6,8%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%	27,9%
EUROPE	FTSE 100	8164	-1,3%	2,7%	5,6%	5,6%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%	17,2%
	CAC 40	7479	-6,4%	-8,9%	-0,8%	-0,8%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%	30,5%
	DAX	18235	-1,4%	-1,4%	8,9%	8,9%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%	25,5%
	IBEX 35	10944	-3,3%	-1,2%	8,3%	8,3%	28,1%	-2,0%	10,5%	-12,7%	16,5%
	SWISS MARKET	11994	-0,1%	2,2%	7,7%	7,7%	7,1%	-14,3%	23,7%	4,3%	30,2%
	SPI SWISS	15919	-0,5%	3,1%	9,3%	9,3%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%	30,6%
ASIA	MSCI EM	1086	3,6%	4,1%	6,1%	6,1%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%	18,8%
	TOPIX	2810	1,3%	1,5%	18,7%	18,7%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%	18,1%
	HANG SENG	17719	-2,0%	7,1%	3,9%	3,9%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%	13,0%
	CSI 300	3462	-3,3%	-2,1%	0,9%	0,9%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%	39,2%
FX & COMMODITIES	28.06.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
CURRENCIES	EUR-USD	1,071	-1,2%	-0,7%	-3,0%	-3,0%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%	-2,2%
	EUR-CHF	0,963	-1,6%	-1,1%	3,7%	3,7%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%	-3,6%
	USD-CHF	0,899	-0,4%	-0,3%	6,8%	6,8%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%	-1,6%
	USD-JPY	160,880	2,3%	6,3%	14,1%	14,1%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%	-1,0%
	USD INDEX	105,87	1,1%	1,3%	4,5%	4,5%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%	1,2%
COMMODITIES	Gold	2326,75	0,0%	4,3%	12,8%	12,8%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%	18,3%
	Silver	29,14	-4,2%	16,7%	22,5%	22,5%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%	12,7%
	WTI Crude Oil	81,54	5,9%	-2,0%	13,8%	13,8%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%	11,6%
	Natural Gas	2,60	0,5%	47,5%	3,5%	3,5%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%	-25,5%
	Copper	9455,98	-4,6%	7,9%	11,7%	11,7%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%	3,4%
FIXED INCOME	28.06.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
RATES	US 10 year gvt	4,40	(0,10)	0,20	0,52	0,52	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps	-77 bps
	German 10 year gvt	2,50	(0,16)	0,20	0,48	0,48	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps	-43 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	561,9	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%	8,2%
	US Treasuries	2257,5	1,0%	0,1%	-0,9%	-0,9%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%	6,9%
	US IG Corporates	3205,4	0,6%	-0,1%	-0,5%	-0,5%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%	14,5%
	US High Yield	2544,1	0,9%	1,1%	2,6%	2,6%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%	14,3%
	Euro Government	234,1	0,2%	-1,2%	-1,8%	-1,8%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%	6,3%
	Euro IG Corporates	247,6	0,7%	0,1%	0,5%	0,5%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%	6,2%
	Euro High Yield	453,0	0,4%	1,4%	3,2%	3,2%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%	12,3%
	EM USD Aggregate	1197,1	0,6%	0,7%	2,2%	2,2%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%	13,1%

Source: Bloomber, 28/06/24

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 senior obligataire

Jeremy Dutoit, Responsable Advisory

Achévé de rédiger

le 30/06/2024

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch