



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
FÉVRIER 2024

SOMMAIRE

FÉVRIER 2024

1. Editorial

Bis repetita ?

2. Marchés de taux

« Débarbellisation »

3. Marchés actions

« Magnifique » dispersion ?

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

BIS REPETITA ?

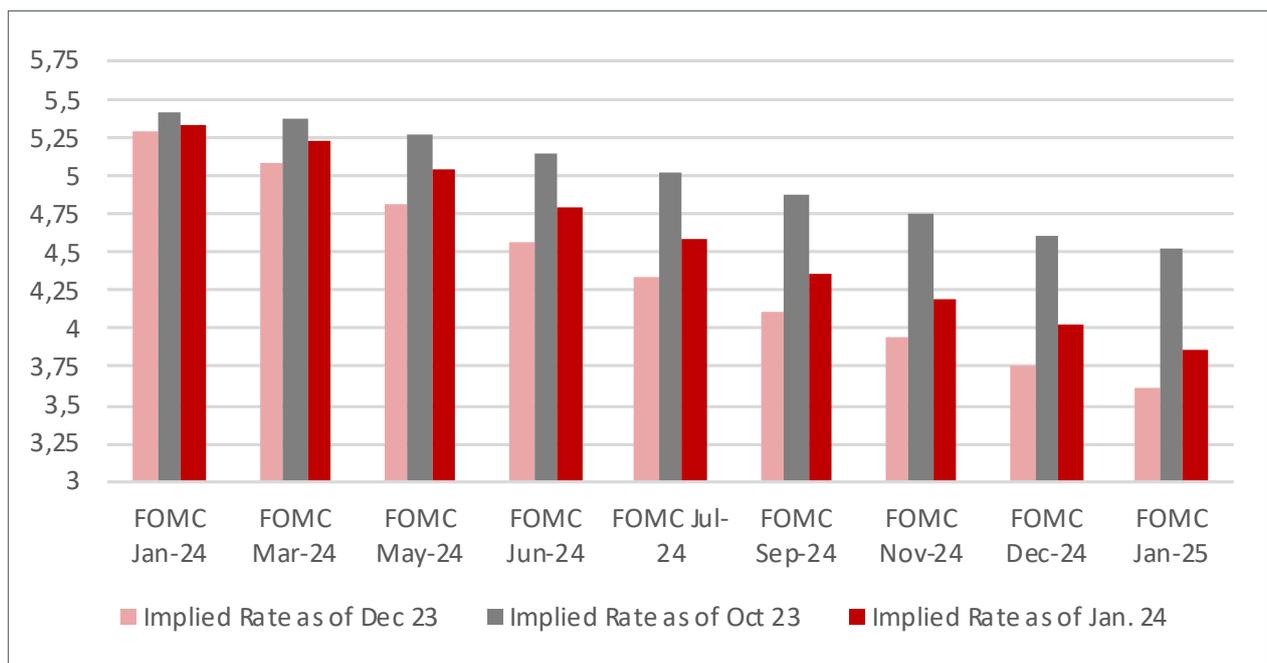
C'est l'adage qui vient à l'esprit en cette fin de janvier tant ce premier mois de 2024 semble s'inscrire dans le prolongement de grandes tendances observées l'année passée que ce soit avec un début de remontée des taux longs, une baisse marquée des actions chinoises sur fond de crise immobilière et également le renforcement de la concentration déjà élevée du marché américain autour des « 7 Magnifiques ».

Le premier point, celui de la remontée des taux longs, est finalement celui qui nous surprend le moins. Vu l'ampleur et la rapidité de la détente sur les taux longs observée en novembre-décembre, la poursuite sur une tendance aussi marquée semblait peu réaliste, d'autant que les dernières données économiques loin de montrer un tassement de l'activité économique et de l'inflation semble plutôt indiquer le contraire

(PIB du 4^e trimestre à 3.3% au dessus des attentes et CPI à 3.4% en accélération). Cet ajustement des taux longs doit plutôt être vu comme une respiration de marché que comme le reflet d'un changement de ton de la part de la FED. Les priorités sont aujourd'hui à la croissance et à la préservation de l'emploi, priorités renforcées en année électorale. Néanmoins avec jusqu'à 6 baisses de taux anticipées par le marché en fin d'année, le retour vers des anticipations plus réalistes et conformes au message de la FED (3 baisses signalées par J. Powell) pourrait être plus rapide que prévu. Voilà qui promet encore un peu de volatilité sur les taux.

Plus surprenant est la poursuite du phénomène de concentration extrême observé sur le marché américain. Alors que la hausse de 2023 résultait avant tout d'une expansion des multiples de valorisation et que la concentration du marché américain sur

G1 : TAUX IMPLICITES DES FED FUNDS AUX PROCHAINS FOMC



Source : Federal Reserve, Bloomberg, Banque Eric Sturdza

une poignée de valeurs, les 7 Magnifiques, n'a pas été aussi extrême depuis les années 70. Le rallye de fin d'année avait permis de voir la hausse s'élargir au-delà des « 7 Magnifiques » et d'espérer un début de normalisation. Alors que le S&P500 bat de nouveaux plus hauts et que sa version « Equal Weight » fait du surplace, la crainte de voir le même scénario se répéter refait surface. En y regardant de plus près, des fêlures apparaissent : Apple, pour laquelle le thème Intelligence Artificielle est moins évident, fait du surplace et Tesla recule nettement... Autant de signaux qui témoignent que certains titres à la valorisation élevée pourraient être vulnérables en particulier si les perspectives de croissance notamment celles liées à l'Intelligence Artificielle tardaient à se matérialiser...

Il est difficile aussi de passer sous silence la performance très décevante du marché chinois en ce début d'année. Certes le marché chinois reste « plombé » par la crise immobilière qui sévit, mais les difficultés ne sont pas nouvelles de cette année. De la même manière, les dernières macro-économiques peuvent sembler peu inspirantes au regard d'attentes déjà faibles mais elles restent néanmoins très regardables dans un monde de croissance atone. Même sur le front géopolitique, peu d'éléments nouveaux semblent justifier une si mauvaise performance en ce début d'année : Comme attendu, les élections taïwanaises ont donné la victoire au candidat du DPP, le parti plus pro-indépendance mais avec à la clé la perte de sa majorité parlementaire. Plus

de peur que mal ! Dans cet environnement, la responsabilité principale semble incomber aux autorités chinoises : Leur crédibilité sur les marchés et sur les sujets économiques apparaît plutôt limitée. Leur incapacité à fournir de la visibilité au travers de mesures de relance ambitieuses joue aussi un rôle. Si ces points sont frustrants du point de vue de l'investisseur, ils peuvent également être source d'opportunités : Avec des marchés très dépréciés et à la valorisation déprimée la moindre nouvelle peut être source de rebond significatif. La réaction certes éphémère à des annonces du gouvernement en milieu de mois en témoigne. Une bonne raison selon nous de rester encore un peu patient.

Si le début d'année peut laisser à penser qu'à bien des égards que 2024 se profile comme une répétition de 2023, la situation semble bien différente en y regardant de plus près. Les banquiers centraux ont pivoté, et même si les attentes de fin d'année étaient trop optimistes, il n'est pas question de retour en arrière. Le groupe des « 7 Magnifiques » bien que toujours dominant dans son ensemble semble moins impressionnant dans ses différentes composantes, un phénomène qui pourrait s'amplifier en 2024. Enfin, avec les événements en mer Rouge et le début de la séquence électorale, Janvier marque le retour sur le devant de la scène des risques politiques et géopolitiques avec lesquels il va falloir composer en 2024.

2. MARCHÉS DE TAUX

« DÉBARBELLISATION »

Fed - BCE, qui va dégainer le premier ?

La publication du PIB US au quatrième trimestre 2023 a démontré une fois de plus la bonne santé de l'économie américaine avec une croissance de 3.3% au lieu des 2% attendus par les marchés. Si la croissance tient bon sur de tels niveaux, nous serons plus près des trois baisses de taux envisagées par la Fed en fin d'année que des cinq ou six anticipées à l'époque par les marchés. Cela explique la mini-correction logique de janvier tant au niveau des taux que des performances.

En zone Euro, le danger est de baisser les taux soit trop tôt soit trop tard. Trop tôt, et cela fait repartir l'inflation. Trop tard et cela crée une récession.

La BCE a admis un ralentissement notable dans la zone euro pour ajouter qu'il était temporaire et que ses experts avaient bon espoir que la croissance repartira d'ici quelques semaines. Selon François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France, l'inflation sera redescendue à 2% début 2025 et la BCE baissera ses taux cette année (sans toutefois préciser son ampleur et son timing). Le banquier central français a ajouté que le danger était de baisser les taux soit trop tôt soit trop tard. Trop tôt, et cela fait repartir l'inflation. Trop tard et cela crée une récession. Rien à ajouter !

Aux Etats-Unis, la macro – croissance et inflation – est un peu trop hawkish et la Fed un peu trop dovish alors qu'en zone euro c'est l'inverse ! La Fed baissera ses taux en premier, suivie par la BCE qui n'a pas su se débarrasser de son statut de « Fed follower ».

Le 5 ans, nouveau « sweet spot »

Sur le marché des US Treasuries nous avons déployé une stratégie dite « Barbell », privilégiant des investissements massifs en taux très courts (inférieurs à 2 ans, voire 18 mois) à rendements très élevés combinés à des positions en 10, 20 et surtout 30 ans. Cette stratégie a été largement payante au cours des deux derniers mois de 2023 en ajoutant au rendement des taux courts d'importants gains en capital sur la partie longue. Aujourd'hui, une telle stratégie nous semble moins pertinente alors que les premières baisses de taux de la Fed vont tôt ou tard se matérialiser. Par conséquent, il nous semble désormais aberrant de n'avoir aucune exposition en 5 ans alors que ce point de la courbe est en train de devenir le « sweet spot ».

Nous avons donc commencé à « débarbelliser » nos expositions en US Treasuries en allégeant légèrement la partie longue puis en vendant des positions à court terme afin de financer l'achat de 5 ans, à moitié en 5 ans à taux nominal à rendement au-dessus de 4% et à moitié en TIPS 5 ans à rendement réel de 1.8% (soit inflation +1.8%). Au cours des prochains mois, nous devons déterminer s'il faut privilégier les taux nominaux ou les taux réels afin de faire vivre cette stratégie initiale 50-50. C'est l'évolution des anticipations d'inflation qui nous servira de guide.

3. MARCHÉS ACTIONS

« MAGNIFIQUE » DISPERSION ?

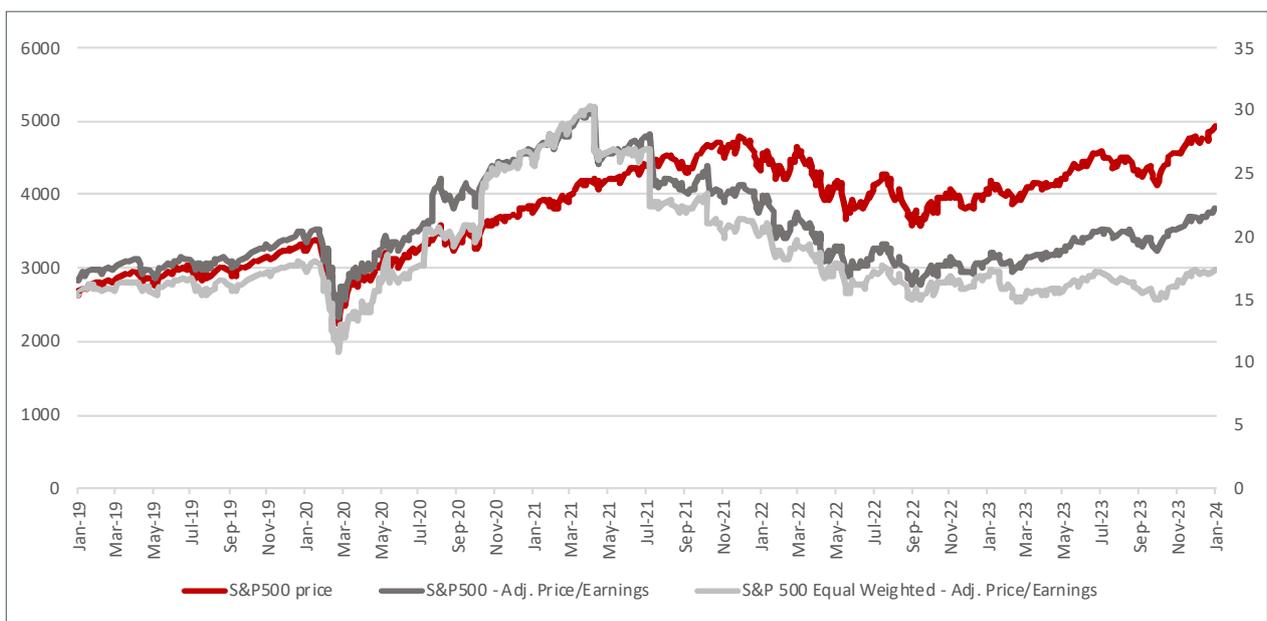
L'année a plutôt bien commencé pour les actions (MSCI AC World USD +1.5 % au 29.01.2024) et le S&P500 donne le ton. Après quelques petites hésitations l'indice phare franchi son plus haut niveau historique et se dirige tout droit vers le seuil des 5000 points, toujours porté par les grandes capitalisations boursières de la technologie et les « 7 Magnifiques ». Ce mouvement se traduit pour le moment par une forte expansion de multiples qu'il faudra tôt ou tard confronter à la croissance des bénéfices.

Le S&P500 dépasse désormais un ratio prix/bénéfice de 23x qu'il faut comparer à sa moyenne de 19x sur les 10 dernières années. L'indice « S&P 500 Equally Weighted » affiche quant à lui une valorisation plus décente avec un ratio prix/bénéfice de 17x, en ligne avec sa moyenne historique (graphique 2).

Cet écart continue de marquer la forte concentration (et en corolaire les impacts sur la performance et la valorisation) du marché américain. La performance du marché américain est en effet toujours supportée par le groupe des « 7 Magnifiques », désormais au nombre de 6 après avoir laissé Tesla sur le bord de la route (-26% YTD).

La saison des publications de résultats trimestriels est entamée et pour le moment 25 % des entreprises du S&P500 ont réalisé l'exercice. Les grandes capitalisations boursières de la technologie dévoilent leurs chiffres pour le dernier trimestre. Ceux-ci sont très scrutés et décortiqués par les investisseurs tant leur poids est prépondérant dans les indices américains et par extension, dans les indices mondiaux. Il est encore tôt pour conclure mais les surprises par rapport aux attentes sont pour le moment positives, particulièrement au niveau des bénéfices.

G2: EVOLUTION COMPAREE DU S&P500, DU P/E S&P500 ET DU P/E S&P500 EQUAL WEIGHT



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

A noter toutefois le fléchissement de la croissance bénéficiaire tirée vers le bas par les secteurs des Materials (-25 %) et de l'Energy (-28 %).

Les attentes sont importantes avec une croissance des bénéfices par action (S&P500) attendue à +5.2% pour les 12 prochains mois, +12.8% pour 2025 et +10.20% pour 2026. Sur le niveau actuel de valorisation de ces actifs, il n'y a pas de place pour une erreur d'appréciation.

Du côté de l'empire du milieu, Xi Jinping continue à soutenir fortement la relance de son économie. Après les 20 mesures dévoilées en juillet 2023 pour stimuler la consommation, soutenir le logement et les entreprises, notamment la croissance verte, le gouvernement vient d'ajouter 1 trillion yuan (\$139 billion) de liquidité dans le marché et abaisser le ratio de réserve obligatoire (RRR) des banques du pays.

La confiance n'est pas encore restaurée pour autant. Le marché domestique glisse de presque 4% cette année et le Hang Seng -5.7% (29.01.2024) au moment même où les autorités chinoises s'apprêtent une nouvelle fois à limiter l'utilisation de position à découvert (short selling). La Chine reste un des principaux moteurs de croissance économique mondiale avec un PIB en progression de 5.3% en 2023 et attendu à +4.6% en 2024.

En Europe et pour sa première réunion de l'année, la Banque centrale a adopté le statu quo monétaire avec prudence face à l'inflation. Les marchés misent sur une baisse des taux de la BCE de 25 points de base dès le mois d'avril même si plusieurs membres de la BCE ont laissé entendre à Davos qu'il n'y aurait pas de baisse avant le mois de juin. Le Stoxx Europe 600 grimpe cette année de 1.25% à 484 (29.01.2024) et s'approche de son plus haut historique à 495 points. Les très bons résultats de LVMH et la reprise des valeurs de technologie européennes n'étant pas étrangères à cette performance.

L'avènement de l'Intelligence Artificielle et son usage, l'électrification des véhicules, la décarbonation des économies développées, la souveraineté énergétique et économique, la cyber sécurité feront partie des grandes tendances de fond qui devraient continuer à s'ancrer fermement dans les réflexions et à s'inviter au cœur des débats politiques cette année.

Si les banquiers centraux réussissent leur tour de force en jugulant l'inflation sans provoquer de récession, le marché des actions pourrait continuer son ascension, au rythme toutefois de mouvements potentiellement marqués, engendrés par les événements politiques (élections) et géopolitiques (zones de conflits et d'instabilité militaire) à venir. Nous restons optimistes et très attentifs à l'évolution des données macroéconomiques mais aussi particulièrement à la rhétorique utilisée par les banquiers centraux.

5. PERFORMANCES

PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 29/01/2024

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 30/01/2024

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch