



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
MAI 2024

SOMMAIRE

MAI 2024

1. Editorial

Quand l'histoire rime...

2. Marchés de taux

L'économie américaine et le scénario du pire

3. Marchés actions

La moisson sera-t-elle bonne ?

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

QUAND L'HISTOIRE RIME...

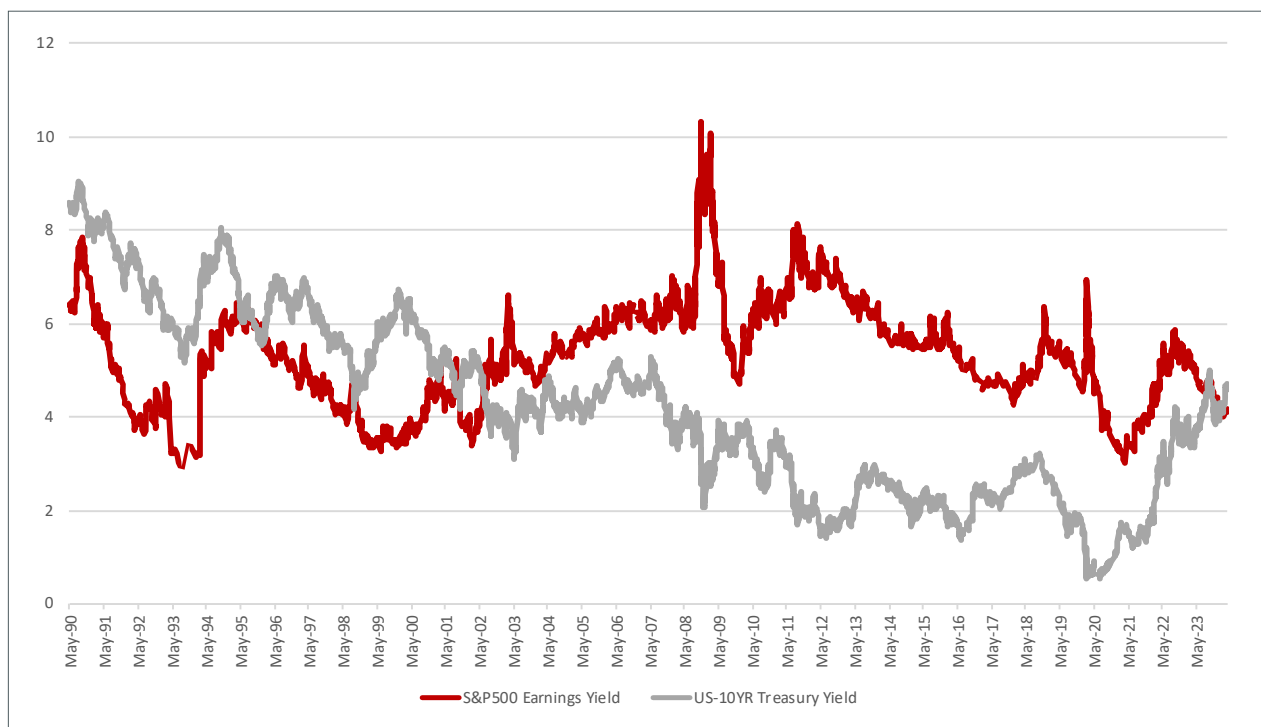
Dans un temps pas si lointain où le sphinx de la finance se prénommait Alan le modèle FED était très en vogue. Les jeunes lecteurs ne suivant les marchés que depuis une vingtaine d'années risquent de ne pas être familiers avec ce concept partiellement tombé en désuétude. L'idée du modèle FED consistait à comparer le « earnings yield »* de l'indice S&P500 avec le taux des obligations américaines à 10 ans. On avait ainsi un baromètre de cherté relative d'une classe d'actif par rapport à une autre. Lorsque les taux à 10 ans offrent une rémunération supérieure à celle du taux de rendement des bénéfices les obligations sont plus attrayantes que les actions, dans le cas inverse les actions doivent être privilégiées.

Depuis le début des années 2000 – deux décennies sans inflation et avec des taux très bas – le « earnings yield » se trouvait systématiquement supérieur au rendement obligataire. Un baromètre qui jamais ne bouge finit par lasser même les plus patients et l'on comprend que le modèle FED ait été de moins en moins souvent mentionné.

La récente hausse des taux à 10 ans américains couplée à celle des actions a mis fin à cet équilibre : pour la première fois en 20 ans l'obligation « yield » plus que les actions.

Avant de se défaire de son portefeuille d'actions américaines au profit d'obligations du trésor, une remarque de méthodologie. Si l'on veut être rigoureux ce sont plutôt les taux réels qui devraient être

G1 : FED MODEL – S&P500 « EARNINGS YIELD » ET RENDEMENT D'OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 10 ANS



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

comparées à l'earning yields puisque les résultats des entreprises sont censés augmenter avec l'inflation. En refaisant l'exercice on s'aperçoit alors que les courbes se sont coupées il y a plus de 6 mois déjà et le constat est le même : à l'aune du modèle FED les obligations sont devenues plus attrayantes.

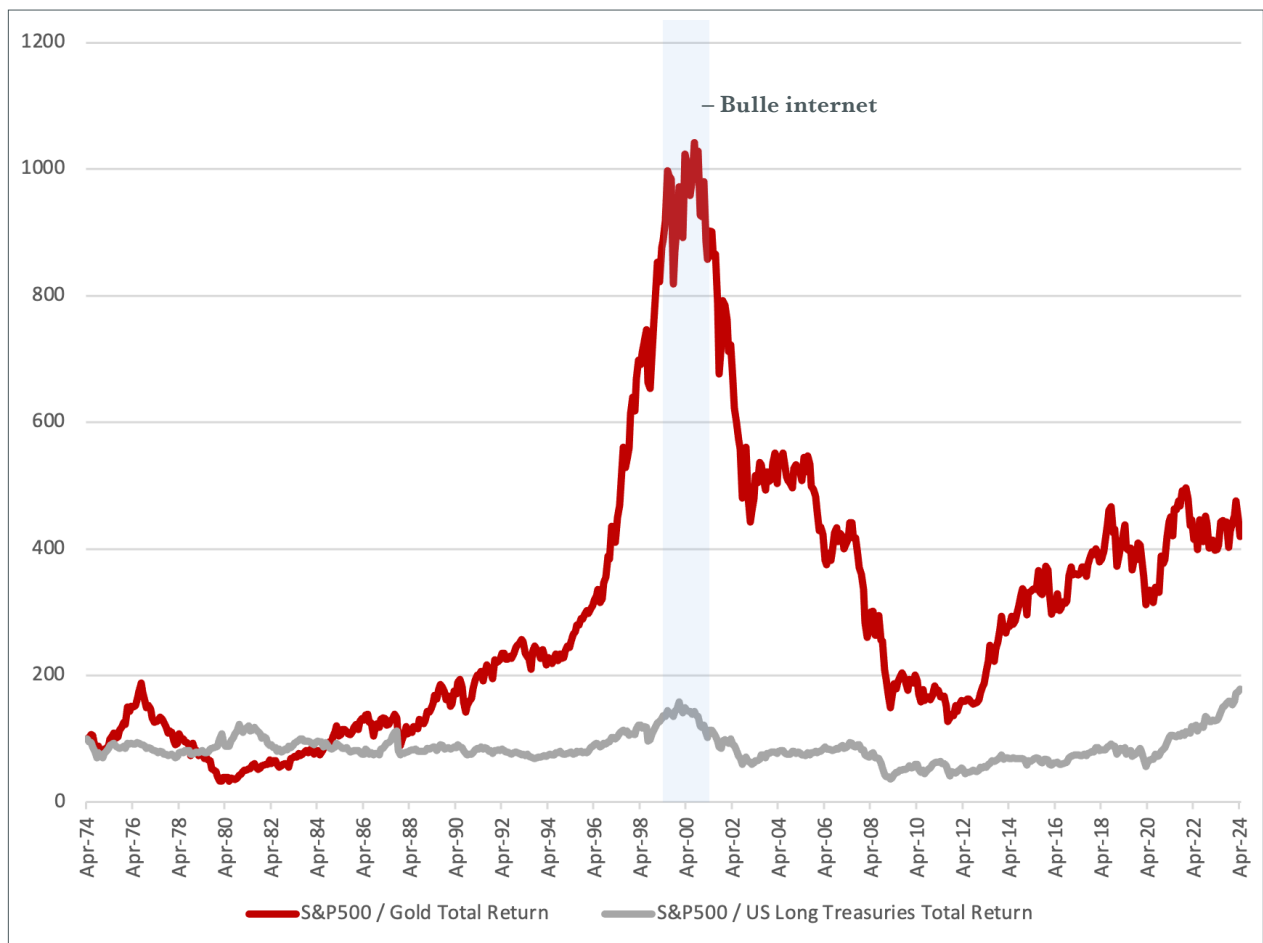
A court terme le signal mérite d'être entendu. Alors que jusqu'au début du mois d'avril les taux ont remonté sans casser la dynamique haussière des valeurs de croissance, depuis que le 10 ans américain a franchi le niveau des 4.5% les valeurs de croissance (et technologiques en particulier) sont plus à la peine. Il y a eu une sorte d'effet de seuil : l'insensibilité des marchés actions au niveau des taux ne fonctionne... que jusqu'à un certain point.

Mais que penser sur un horizon de temps plus long ? Pour nourrir la réflexion on peut introduire une troisième donnée-brillante de surcroît – le cours de l'or.

Si l'on refait l'exercice de comparaison prix des marchés d'actions non plus versus les taux d'intérêt mais versus le cours de l'or on a une trajectoire beaucoup plus lisse depuis quelques années mais sans revenir sur les extrêmes de 2000 (courbe rouge G2).

On parle beaucoup de la cherté des actions américaines et c'est la première idée qui vient à l'esprit en regardant la courbe grise du graphe ci-dessous mais l'image tapis dans l'ombre aussi est importante... Et ce point sous-jacent (pas si bien cachée !) c'est la faiblesse des marchés obligataires. En terme simple

G2: S&P500/ GOLD TR (LIGNE ROUGE) & S&P500/ LONG TREASURIES TR (LIGNE GRISE)



Source: Bloomberg, Gavekal, Banque Eric Sturdza

*Earnings yield d'un titre: résultat divisé par le cours de bourse, l'inverse du Price Earning.

il est au moins aussi important d'insister sur la dépréciation des obligations que sur l'appréciation des marchés d'actions. Au risque d'enfoncer une porte ouverte une obligation c'est un taux exprimé dans une monnaie.

La hausse des rendements américains est aussi la marque du «débasement» de la monnaie qui commence à être à l'œuvre aux Etats-Unis (le constat s'applique sûrement à la zone euro et depuis longtemps déjà au Japon!).

A court terme le croisement entre niveau de l'earning yield du S&P500 et taux à 10 ans envoie sûrement un message de prudence : Les actions américaines sont allées un peu vite par rapport aux obligations et un retour à la moyenne reste envisageable. Cela traduit également un marché américain à deux vitesses entre les 7 Magnifiques (plutôt 5) et le reste de la côte moins flamboyant. Sur le temps long l'image est plus mitigée, la faiblesse du marché obligataire américain, le fait qu'il réagisse moins efficacement comme un actif « risk off » trahit une réalité plus structurelle : le niveau d'endettement des Etats-Unis jusqu'ici sans effet sur l'appétit des acheteurs de dette est proche d'un seuil qui incite à plus de circonspections sur les obligations gouvernementales américaines, à fortiori avec un risque inflationniste plus présent.

2. MARCHÉS DE TAUX

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE ET LE SCÉNARIO DU PIRE

L'inflation ne baisse plus

Après de chiffres d'inflation CPI très décevants, les marchés ont presque poussé un ouf de soulagement en fin de mois. Les indices d'inflation PCE Deflator et Core PCE (que la Fed privilégie dans son analyse) étaient plutôt en ligne avec les attentes des investisseurs, ce qui n'était déjà pas si mal dans un environnement anxieux. Dans ce contexte, le FOMC du 1^{er} mai était déjà dans toutes les têtes. A l'issue de ce mois d'avril très contrasté, posons-nous la question suivante : et si tous ces chiffres d'inflation n'étaient finalement pas les plus importants ? Nous avons eu, en effet, confirmation que l'inflation ne veut plus baisser mais nous le savions déjà. En revanche, plusieurs statistiques économiques publiées en fin de mois nous ont conduit à nous inquiéter de nouveau au sujet du ralentissement économique.

Les PMI sont sortis en baisse et assez largement au-dessous des attentes. Même si l'activité manufacturière ne représente plus qu'une quinzaine de pourcents dans le PIB, le passage en contraction (chiffre inférieur à 50) du PMI Manufacturing a jeté un froid. C'était ensuite au tour du PIB de décevoir. Avec seulement 1.6% au premier trimestre assorti d'une consommation privée passée de 3.3% à 2.5%, cela ressemble fort à un début d'essoufflement, surtout que, contrairement à l'industrie manufacturière, la consommation des ménages représente plus de deux tiers du PIB américain. La Fed pourrait donc bien se retrouver en face du pire des scénarios : une inflation qui ne baisse plus (ou qui remonte même légèrement) et une croissance qui commence à faiblir sensiblement. A ce rythme, dans six mois nous reparlerons de risque de récession !

La Fed pourrait donc bien se retrouver en face du pire des scénarios : une inflation qui ne baisse plus et une croissance qui commence à faiblir.

La duration enfin de retour ?

Si le ralentissement économique se confirme, il faudra sans doute songer à remettre un peu de duration dans les portefeuilles. Il s'agit aujourd'hui d'une décision prématurée car tous les signaux convergent pour que le 10 ans aille tester le niveau-clé de 5%. Mais y arriverons-nous ? Le 2 ans s'est déjà bien installé autour de ce « pivot » mais rechigne à monter plus haut alors que le 5 ans préfère rester proche du niveau du taux à 10 ans, laissant la pente 2-5 ans résolument négative (-35 bp environ). Toutefois, rester « protégés » sur des taux à 1 an proches de 5.3% est une option très intéressante.

Il y a six mois, le 10 ans touchait son plus haut à 5.02% le 23 octobre. Nous ne sommes pas restés très longtemps sur ce niveau qui a déclenché des vagues d'achats massives. Il a également coïncidé avec le virage dovish de la Fed marquant le début du magnifique rally des taux longs US en novembre-décembre. Certes, un double-top à 5% a du sens mais si nous entrons vraiment dans une phase de ralentissement économique (à confirmer), un 10 ans à partir de 4.80% est une opportunité d'investissement envisageable.

3. MARCHÉS ACTIONS

LA MOISSON SERA-T-ELLE BONNE ?

Nous voici au beau milieu de la saison des résultats du premier trimestre 2024. Les attentes sont élevées et il n'y a que très peu de place pour les déceptions qu'une progression de 5%. Le dernier exercice comptable (T4 2023) dévoilé par les entreprises il y a quelques mois, en janvier-février 2024, avait déjà annoncé la couleur avec des réactions impressionnantes, presque émotionnelles, à la moindre surprise positive ou négative.

Une simple annonce de manque de visibilité sur un segment de business pour 2024 avait par exemple eu raison d'Adobe, dont la valorisation semblait pourtant raisonnable eu égard aux perspectives et niveaux du marché, et envoyé son cours de bourse au tapis (-15% sur une séance). Ce n'était pas un cas isolé mais au'en est-il de la dernière période ?

A l'heure actuelle, près de la moitié des entreprises du S&P500 ont annoncé leurs résultats. Ils sont bons, particulièrement les bénéfiques qui ressortent comme globalement au-dessus des attentes dans la plupart des secteurs d'activité. La photo est toutefois différente (pour le moment) pour la croissance des bénéfices qui semble ralentir par rapport au précédent trimestre (+3.75% versus +8.02%).

Effet de saisonnalité ?

Certainement mais cela suffit tout de même à provoquer un trou d'air pour le S&P500, l'indice phare des valeurs américaines, perché sur des sommets et des niveaux de valorisation (P/E 21x) qui deviennent difficiles à justifier et cela même après la récente correction.

Le S&P500 n'affiche désormais plus après une baisse d'environ 6% depuis les sommets. Ce mouvement a été causé en partie par les chiffres de l'inflation qui

repartent à la hausse aux Etats-Unis, avec un indice des prix à la consommation au-dessus des attentes, voilà de quoi faire reculer les perceptives de baisses de taux pour cette année.

Du côté du vieux continent, l'inflation reste sur une pente descendante. A noter la surperformance en devise locale cette année de l'Eurostoxx 50 (+8.8%) sur le S&P500. Les financières européennes réalisent même un début d'année remarquable (+24%). La surprise, de plus en plus anticipée, pourrait venir de la Banque Centrale Européenne qui baisserait ses taux en juin avant la FED.

Dans le secteur de la Technologie/Communication, nous observons toujours une importante prime accordée aux entreprises identifiées comme bénéficiant de l'Intelligence Artificielle. Certaines des « 7 Magnifiques » retrouvent même des couleurs. Même Tesla qui avait frisé la sortie de route cette année fait un retour fracassant fin avril (+37% entre le 22 et le 29 avril) porté par ce qui pourrait être un accord avec Baidu et le gouvernement Chinois pour le déploiement de la conduite autonome en Chine. Cette annonce semble effacer, partiellement en tout cas, le ralentissement important des ventes de voiture du constructeur américain et la baisse de ses marges opérationnelles.

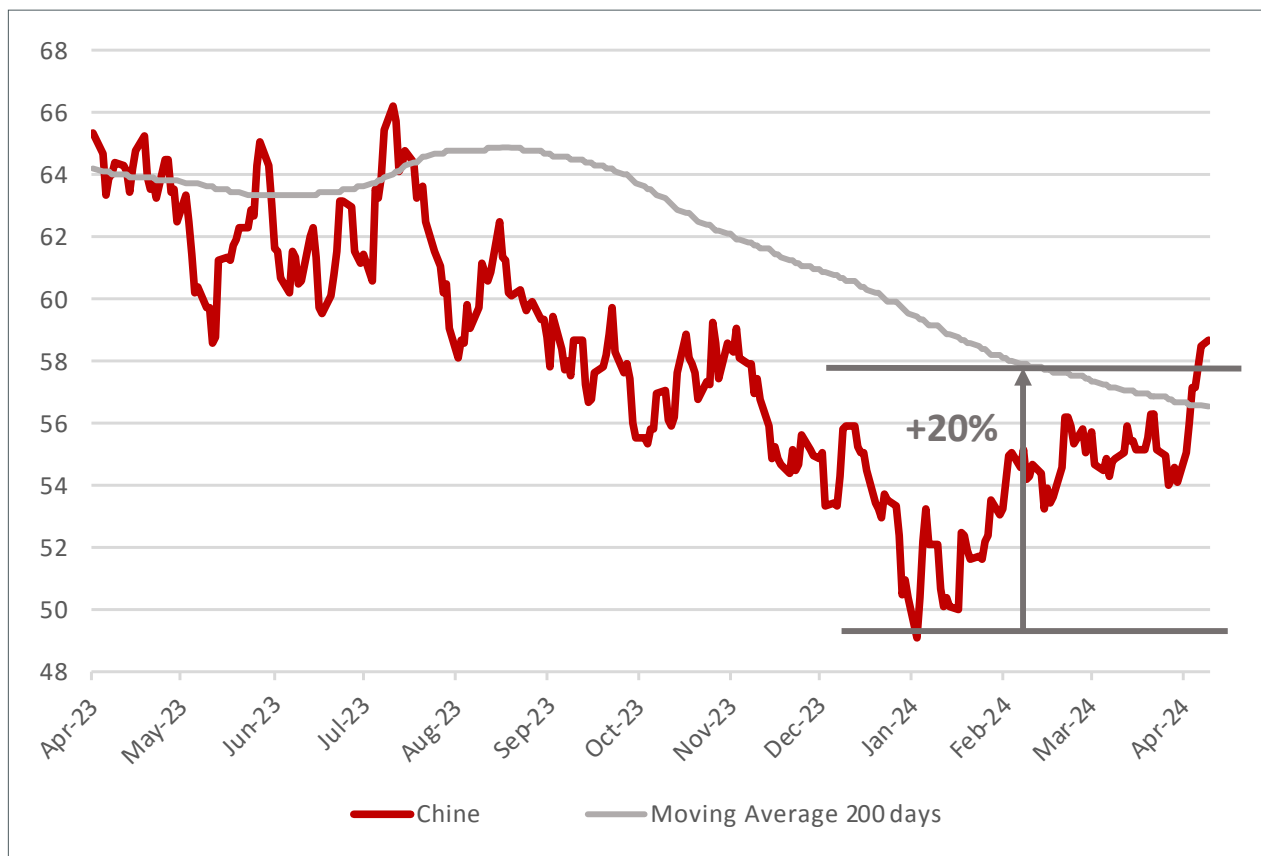
Meta (Facebook) a quant à elle abandonné presque 16% sur l'annonce de ses chiffres trimestriels, avec des bénéfices pourtant au-dessus des attentes mais le marché a sanctionné les dépenses croissantes du groupe dans le domaine de l'IA et des prévisions légèrement décevantes. Quoi qu'il en soit, la dispersion des 7 Magnifiques observée en début d'année est toujours marquée et la concentration de ces valeurs dans les principaux indices américains explique aussi le niveau de valorisation actuel. Effectivement, le S&P Equal Weight se traite à des ni-

veaux plus en ligne avec l'historique (PE 17x). Le marché Européen à les bénéfices est quant à lui globalement en ligne avec sa moyenne historique et l'Asie offre toujours un discount important, impacté par la Chine qui se traite à des niveaux très faible autour de 10x les bénéfices.

Le Japon domine les indices boursiers avec une performance de +15% depuis le début de l'année pour le Nikkei 225, cela malgré le récent repli de près de 7% depuis son point haut. Cette envolée contraste avec le YEN, qui n'en finit pas de faiblir et franchit la barre symbolique de 150 JPY par dollar et vient flirter avec les 160 JPY en fin de mois. Le nouveau seuil d'intervention des autorités japonaises pour soutenir leur devise semble maintenant s'établir autour de ce niveau. A noter que le pays marqué par une déflation endémique ne souhaite pas casser cette dynamique et profite plutôt d'une inflation importée plus élevée qui reste tolérable pour le pays.

L'optimisme est toujours de mise, les surprises économique et les résultats des entreprises restent bien orientés à ce stade. Les valorisations élevées aux Etats-Unis se justifient en partie par la dynamique économique hors norme du pays. Dans cet environnement où la volatilité est bon marché, nous avons réduit notre exposition au risque actions par l'utilisation de dérivés. Sur une note plus positive, nous profitons pleinement du rebond du marché Chinois dans l'indifférence générale grimpe de 20% depuis son point bas. et de l'envolée du marché Japonais dont l'appréciation compense largement la faiblesse du JPY. Nous restons prudents sur les marchés actions occidentaux et vigilants sur les fondamentaux macroéconomiques et micro.

G3: MARCHÉ CHINOIS, VERS UN NOUVEAU «BULL MARKET»?



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

5. PERFORMANCES

EQUITIES	30.04.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
MSCI WORLD	MSCI WORLD	3 305	-3,8%	3,1%	19,4%	4,3%	24,4%	-17,7%	22,4%	16,5%	28,4%
	MSCI WORLD GROWTH	4 866	-4,1%	3,4%	22,5%	5,5%	37,3%	-29,0%	21,4%	34,2%	34,2%
	MSCI WORLD VALUE	3 474	-3,6%	2,9%	16,1%	3,0%	12,4%	-5,8%	22,8%	-0,3%	22,8%
WORLD & US	DOW JONES	37 816	-5,0%	-0,9%	14,4%	0,3%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%	25,3%
	S&P 500	5 036	-4,2%	3,9%	20,1%	5,6%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%	31,5%
	S&P500 EW	6 535	-5,0%	3,0%	18,5%	2,1%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%	29,2%
	NASDAQ 100	17 441	-4,5%	1,8%	21,0%	3,7%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%	39,5%
EUROPE	STOXX 600	505	-1,5%	4,0%	16,4%	5,4%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%	27,9%
	FTSE 100	8 144	2,4%	6,7%	11,2%	5,3%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%	17,2%
	CAC 40	7 985	-2,7%	4,3%	16,0%	5,9%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%	30,5%
	DAX	17 932	-3,0%	6,1%	21,1%	7,0%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%	25,5%
	IBEX 35	10 854	-2,0%	7,7%	20,4%	7,4%	28,1%	-2,0%	10,5%	-12,7%	16,5%
	SWISS MARKET	11 261	-4,0%	-0,6%	8,4%	1,1%	7,1%	-14,3%	23,7%	4,3%	30,2%
ASIA	SPI SWISS	15 067	-2,4%	2,0%	10,7%	3,4%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%	30,6%
	MSCI EM	1 046	0,5%	7,2%	14,3%	2,2%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%	18,8%
	TOPIX	2 743	-0,3%	7,5%	21,7%	15,9%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%	18,1%
	HANG SENG	17 763	7,4%	14,7%	3,8%	4,2%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%	13,0%
	CSI 300	3 604	2,4%	12,1%	0,9%	5,1%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%	39,2%
FX & COMMODITIES	30.04.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
CURRENCIES	EUR-USD	1,067	-1,1%	-1,4%	0,9%	-3,4%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%	-2,2%
	EUR-CHF	0,981	0,8%	5,2%	1,9%	5,6%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%	-3,6%
	USD-CHF	0,919	2,0%	6,7%	1,0%	9,3%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%	-1,6%
	USD INDEX	106,22	1,6%	2,9%	-0,4%	4,8%	-	8,2%	7,0%	-7,3%	1,2%
COMMODITIES	Gold	2286,25	2,5%	12,1%	15,2%	10,8%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%	18,3%
	Silver	26,29	5,3%	14,5%	15,1%	10,5%	2,8%	2,8%	-13,6%	48,7%	12,7%
	WTI Crude Oil	81,93	-1,5%	8,0%	1,1%	14,3%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%	11,6%
	Natural Gas	1,99	12,9%	-5,2%	-44,3%	-20,8%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%	-25,5%
Copper	9892,40	12,8%	16,4%	23,2%	16,9%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%	3,4%	
FIXED INCOME	30.04.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
RATES	US 10 year gvt	4,68	0,48	0,77	(0,25)	0,80	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps	-77 bps
	German 10 year gvt	2,58	0,29	0,42	(0,22)	0,56	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps	-43 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	552,2	-1,6%	-1,4%	5,0%	-1,6%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%	8,2%
	US Treasuries	2202,8	-2,3%	-3,0%	3,5%	-3,3%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%	6,9%
	US IG Corporates	3126,6	-2,5%	-2,8%	7,3%	-2,9%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%	14,5%
	US High Yield	2492,9	-0,9%	0,5%	9,0%	0,5%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%	14,3%
	Euro Government	233,7	-1,4%	-1,5%	4,5%	-2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%	6,3%
	Euro IG Corporates	245,4	-0,8%	-0,5%	4,7%	-0,4%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%	6,2%
	Euro High Yield	446,5	-0,1%	0,7%	7,8%	1,7%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%	12,3%
EM USD Aggregate	1169,4	-1,6%	0,4%	9,6%	-0,1%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%	13,1%	

Source: Bloomberg, 30/04/24

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 30/04/2024

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch