



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
SEPTEMBRE 2024

SOMMAIRE

SEPTEMBRE 2024

1. Editorial

Volmageddon estival

2. Marchés de taux

Une FED clairement «behind the curve»

3. Marchés actions

Effet papillon au pays du Soleil Levant

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

VOLMAGEDDON ESTIVAL

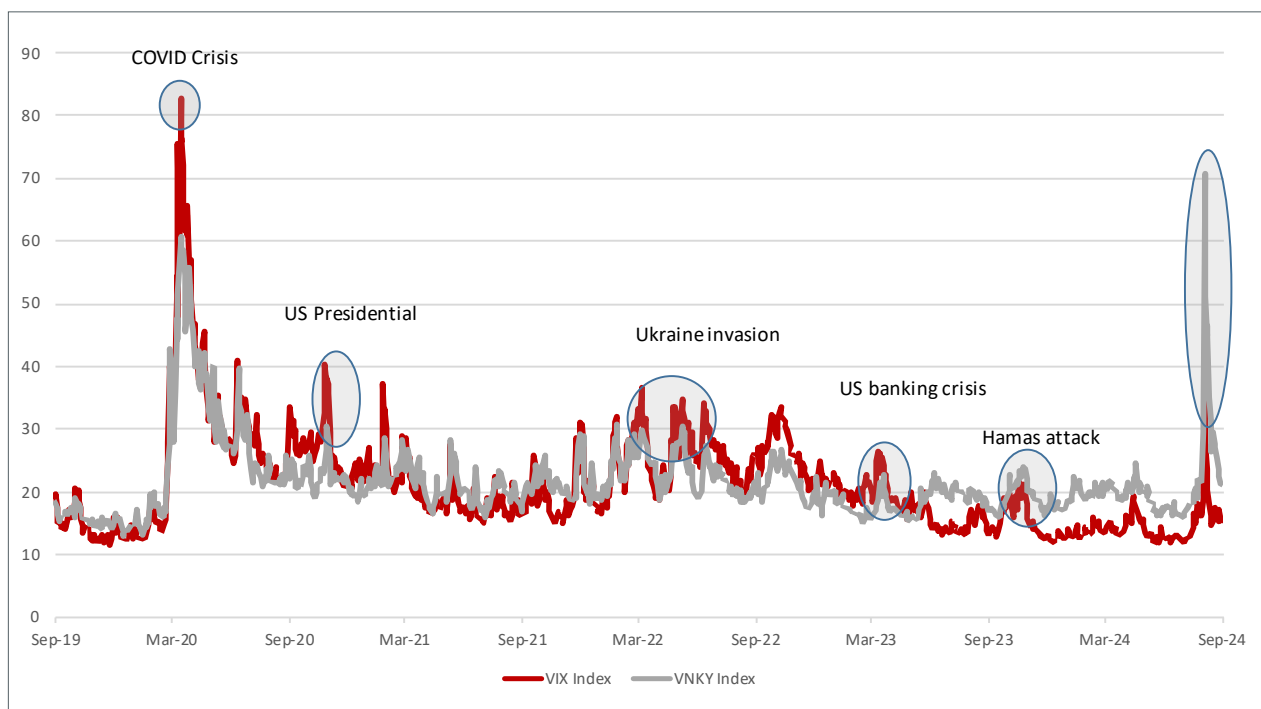
Le mois d'août s'est achevé doucement, les marchés américains sont sur leurs plus hauts niveaux avec une progression d'un peu plus de 2 % sur le mois, l'inflation publiée mi-août aux Etats-Unis est revenue sous la barre des 3 %, la baisse des taux en septembre semble désormais en bonne voie et Jérôme Powell lors du sommet de Jackson Hall a rassuré les derniers inquiets. Pour un vacancier parti fin juillet sans se préoccuper de l'actualité boursière un mois d'août sans histoire et rémunérateur.

Le voisin du vacancier parti une semaine plus tard a vécu une autre histoire et ne se souviendra pas de ce mois d'été comme d'une tranquille promenade de santé. Car début août les marchés ont eu des com-

portements d'une violence inouïe : Le Nikkei a perdu 12 % en une seule séance et dans les heures qui ont suivi – le lundi 5 août – le VIX indice de volatilité du marché américain s'envolait au-delà de 50 avant de finir à 38. Le graphe ci-dessous remet bien ce chiffre exceptionnel dans son contexte : le niveau de stress atteint ce lundi 5 août était bien supérieur à ceux des crises récentes aux Etats-Unis, voire à celui de la crise Covid au Japon. A la fin août, le Vix est revenu sur le niveau de 17 et tout semble rentré dans l'ordre ce qui nous laisse avec deux questions en suspens :

- Qu'est-ce qui a justifié un tel mouvement de panique ?
- Est-on sûr que les craintes de début de mois sont désormais de l'histoire ancienne ?

G1 : VIX – VOLATILITÉ IMPLICITE DU S&P500 & VNKY – VOLATILITÉ IMPLICITE DU NIKKEI225



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, Septembre 19 -24

La première question concerne le passé, il sera plus facile d'y répondre... Ce violent stress des marchés a été la conjugaison de trois phénomènes :

- De mauvais chiffres de l'emploi aux Etats-Unis faisant craindre une récession imminente.
- Des incertitudes sur la trajectoire d'inflation.
- Plus technique (mais non sans effet comme le montre la séance du Nikkei évoquée précédemment!) la hausse du yen a amené des débouchements de carry trade* très brutaux.

Une seule de ces trois incertitudes n'aurait pas amené une telle réaction de marché mais leur concomitance a conduit à ce scénario extrême et rare. Avant de se projeter sur la suite il faut s'arrêter sur les jours qui ont suivi cette séance choc du 5 août. Comme le montre une étude du Longview Economics in London qui a étudié les grands « selloffs » du Standard and Poor's de telles accélérations baissières sont généralement suivies par d'autres séances d'une grande nervosité et par des « retests » des plus bas niveaux. (13 cas sur 15 pour les amateurs de statistiques!). Rien de tout cela début août, en 5 séances le VIX retrouvait une valeur proche de sa moyenne long terme (moins de 20) et le calme était revenu.

Les débouchements de positions de levier sur le yen ont été rapides et aussi couteux aient-ils pu être il n'y avait là rien de systémique. On comprend donc que leurs effets aient été de courtes durées.

Sur les craintes d'inflation il fallait être un peu plus patient mais comme évoqué en introduction les données de la mi-août étaient bonnes et ont validé le retour au calme observé.

Sur les 3 causes du mouvement de baisse de début août il nous reste à traiter le cas du chômage et pour cela dire un mot de la règle de Sahm.

Claudia Sahm, économiste américaine ayant travaillé pour le FED avait observé que lorsque la moyenne mobile à 3 mois du chômage progresse de plus de 50 points de base par rapport à ses plus bas niveaux de l'année, l'économie entre en récession. Ce type d'accélération du taux de chômage s'est produit au cours du deuxième trimestre participant à engendrer le violent repli de début de mois. La règle de Sahm s'appliquera-t-elle une fois de plus? Si oui l'économie américaine va-t-elle finalement entrer en récession? La question n'est pas plus tranchée en cette fin août qu'elle ne l'était en début de mois.

Claudia Sahm elle-même avait insisté sur un point « *Sahm rule is an empirical regularity. It's not a proposition; it's not a law of nature.* » En un mot les statistiques sur le passé peuvent toujours être brisées... Surtout lorsqu'elles sont bien identifiées par la FED!

Des trois alertes de début de mois, deux sont sûrement derrière nous, celle concernant le chômage devrait nous occuper un peu plus longtemps.

* Carry trade: emprunter dans une devise à faible taux pour acheter des actifs plus rémunérateurs. Opération agréable sauf si la devise à faible taux (le yen dans le cas qui nous occupe) remonte violemment.

2. MARCHÉS DE TAUX

UNE FED CLAIREMENT « BEHIND THE CURVE »

« Data dependent »,
oui mais desquelles ?

La Fed a complètement sous-estimé l'effet retard de ses hausses de taux passées. Cet effet retard se manifeste au pire moment, celui au cours duquel l'économie américaine commence à donner des signes inquiétants de ralentissement. En se proclamant « data dependent » mais en restant obnubilée par les chiffres d'inflation au détriment des autres, elle a oublié qu'elle était investie d'un double mandat. Elle s'en est souvenue trop tard à un moment où elle s'est rendue compte que son analyse avait été faussée par des données de l'emploi erronées publiées entre avril 2023 et mars 2024. Après rectification d'un écart de 818 000 créations d'emplois sur cette période, la situation de l'emploi n'est finalement pas aussi brillante que ce que tout le monde pensait. Les médiocres Non-Farm Payrolls du vendredi 2 août ont suffi à réveiller les experts qui ne juraient que par le soft landing il y a encore deux mois et qui nous expliquent maintenant que la Fed va baisser ses taux de 50bp deux fois avant la fin de l'année. Finalement, les marchés obligataires ont eu tort en novembre-décembre 2023 car dans les marchés, avoir raison trop tôt c'est avoir tort. Les cinq à six baisses de taux anticipées en fin d'année dernière vont finalement se matérialiser fin 2024 et en 2025

Les cinq à six baisses de taux anticipés en fin d'année dernière vont finalement se matérialiser fin 2024 et en 2025.

Un FOMC-bis à Jackson Hole

Jerome Powell a dû se résoudre à délivrer un message dovish à Jackson Hole afin de stabiliser les marchés et donner un peu de visibilité à sa politique monétaire. Dans ce contexte, il est logique que les taux US, surtout les longs qui nous ont tant fait souffrir de janvier à avril, retrouvent leurs niveaux de décembre 2023. Que faire dans de telles circonstances ? Prendre une partie substantielle de ses profits sur la partie longue de la courbe si on a eu la sagesse (et la bravoure en avril) d'en conserver. La courbe US est en plein bullish steepening et c'est tout à fait normal. Deux constats s'imposent : tout d'abord ce steepening ne se fait pas au détriment de la partie longue. Il fallait donc de la durée pour gagner de l'argent. En effet, il n'est peut-être pas inutile de rappeler que dans un mouvement de steepening, même violent, tant que les taux longs baissent légèrement, c'est là où il faut être, soit pour booster la performance d'un portefeuille obligataire, soit pour rejouer enfin le rôle de hedge naturel des actions dans un portefeuille diversifié. Sur le marché des crédits, il sera judicieux à un moment donné de procéder à des duration extension trades (vendre de la dette à maturité courte d'un émetteur corporate pour réinvestir dans des maturités plus longues de ce même émetteur) dans les crédits high beta et notamment les hybrides lorsque les marchés actions seront près de leur point bas. Identifier ce point bas, c'est le défi que nous devons relever au cours des prochaines semaines.

3. MARCHÉS ACTIONS

EFFET PAPILLON AU PAYS DU SOLEIL LEVANT

Le mois d'août a été marqué par un pic de volatilité inhabituelle pour une période traditionnellement calme. Bien que la volatilité ait historiquement tendance et ré-augmenter à partir du mois d'août et ce, jusqu'à novembre, les marchés actions mondiaux ont connu une période particulièrement mouvementée, avec une forte correction des indices début août, exacerbée par la liquidité plus faible des marchés en cette période estivale.

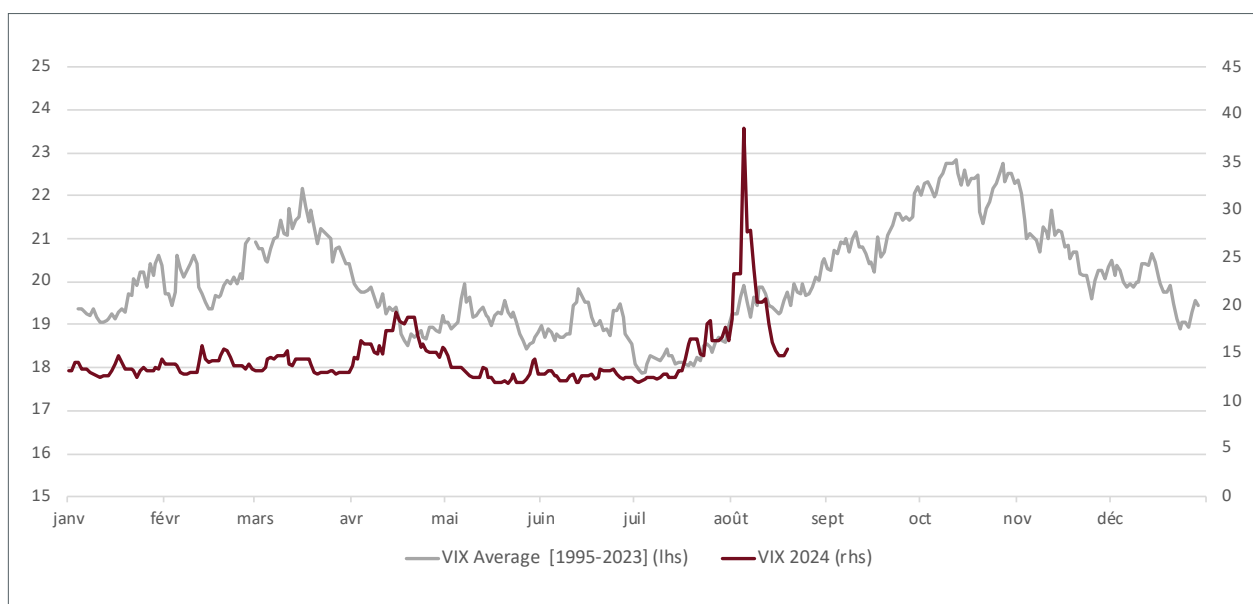
Cette baisse a été attribuée à plusieurs facteurs. Fin juillet, la Banque du Japon (BOJ) a annoncé une hausse surprise de son taux directeur, de 0,1 % à 0,25 %, provoquant une appréciation de 4 % du yen et une baisse rapide et rarement observée de 20 % du Nikkei 225. Cela a conduit au débouclage des fameuses opérations de «carry trade» où

les investisseurs ont emprunté en JPY pour bénéficier de taux d'intérêt bas et pour investir ensuite dans des actions et des obligations en USD ou en EUR, tout en laissant le risque de change ouvert.

Les marchés américains et européens ont été affectés par ces pressions vendeuses, d'autant plus dans un marché à faible volume. Le S&P 500 a perdu 6% en deux jours et le Nasdaq près de 8% sur la même période.

L'indice VIX, souvent appelé «jauge de la peur», qui mesure la volatilité implicite du S&P 500, est passé de 16 à plus de 50%. Cette explosion brusque et assez rare de la volatilité n'est pas sans rappeler les plus importants mouvements de panique de la pandémie de Covid en mars 2020. Ce mouvement a été accéléré par un autre événement, la publication au lendemain de la réunion de la BOJ d'une série de données macro-économiques amé-

G2: INDICE VIX - VOLATILITÉ IMPLICITE DU S&P500 – COMPARÉE À SA MOYENNE ANNUELLE GLISSANTE



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

ricaines décevantes. En effet, ces données ont accentué la chute des actions et le mouvement de panique, consécutive à la publication d'un indice ISM manufacturier inférieur aux prévisions et d'un taux de chômage américain sur une pente ascendante et cela plus rapidement que les analystes ne l'avaient anticipé, renforçant dans l'esprit des investisseurs les craintes d'une récession.

La situation s'est normalisée et les actions font une fois de plus preuve leur résilience. Le S&P500 a récupéré 8% pour s'établir plus haut que son niveau de fin juillet alors que le Nasdaq 100 récupère plus laborieusement ce qu'il avait perdu au début du mois. Plus impressionnant encore au Japon d'où est parti le séisme, le Nikkei 225 clôture le mois d'août sur les mêmes niveaux qu'il y a 30 jours.

Malgré des attentes élevées des analystes et les craintes d'une dégradation des perspectives économiques, la saison des résultats s'est montrée globalement rassurante pour les investisseurs. Les entreprises ont dans l'ensemble reporté des résultats supérieurs aux attentes, soutenus par une résilience de l'économie américaine et mondiale. Si la saison des résultats a apporté un certain répit aux marchés, les incertitudes à court terme persistent, sur le plan économique ou politique avec une élection américaine incertaine. Dans ces conditions, de nouvelles rotations sectorielles sont à prévoir, dépendantes de l'évolution macro et des résultats à venir.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	30.08.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
MSCI WORLD	MSCI WORLD	3 661	2,5%	6,3%	9,7%	15,5%	24,4%	-17,7%	22,4%	16,5%	28,4%
	MSCI WORLD GROWTH	5 458	2,4%	6,2%	9,5%	18,4%	37,3%	-29,0%	21,4%	34,2%	34,2%
	MSCI WORLD VALUE	3 796	2,6%	6,3%	10,0%	12,6%	12,4%	-5,8%	22,8%	-0,3%	22,8%
WORLD & US	DOW JONES	41 563	1,8%	7,4%	6,6%	10,3%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%	25,3%
	S&P 500	5 648	2,3%	7,0%	10,8%	18,4%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%	31,5%
	S&P500 EW	7 116	2,3%	6,1%	7,9%	11,1%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%	29,2%
	NASDAQ 100	19 575	1,1%	5,6%	8,5%	16,3%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%	39,5%
	RUSSELL 2000	2 218	-1,6%	7,1%	7,9%	9,4%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%	25,5%
	STOXX 600	525	1,3%	1,3%	6,2%	9,6%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%	27,9%
EUROPE	FTSE 100	8 377	0,1%	1,2%	9,8%	8,3%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%	17,2%
	CAC 40	7 631	1,3%	-4,5%	-3,7%	1,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%	30,5%
	DAX	18 907	2,2%	2,2%	7,0%	12,9%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%	25,5%
	IBEX 35	11 402	3,0%	0,7%	14,0%	12,9%	28,1%	-2,0%	10,5%	-12,7%	16,5%
	SWISS MARKET	12 437	1,0%	3,6%	8,7%	11,7%	7,1%	-14,3%	23,7%	4,3%	30,2%
	SPI SWISS	16 504	0,9%	3,2%	11,1%	13,3%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%	30,6%
ASIA	MSCI EM	1 100	1,4%	4,9%	7,7%	7,4%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%	18,8%
	TOPIX	2 713	-2,9%	-2,2%	1,4%	14,6%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%	18,1%
	HANG SENG	17 989	3,7%	-0,5%	8,9%	5,5%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%	13,0%
	CSI 300	3 321	-3,5%	-7,2%	-5,5%	-3,2%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%	39,2%
FX & COMMODITIES	30.08.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
CURRENCIES	EUR-USD	1,105	2,1%	1,8%	2,2%	0,1%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%	-2,2%
	EUR-CHF	0,939	-1,2%	-4,1%	-1,7%	1,1%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%	-3,6%
	USD-CHF	0,850	-3,2%	-5,8%	-3,9%	1,0%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%	-1,6%
	USD-JPY	146,170	-2,5%	-7,1%	-2,5%	3,6%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%	-1,0%
	USD INDEX	101,70	-2,3%	-2,8%	-2,4%	0,4%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%	1,2%
COMMODITIES	Gold	2503,39	2,3%	7,6%	22,5%	21,3%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%	18,3%
	Silver	28,86	-0,5%	-5,1%	27,3%	21,3%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%	12,7%
	WTI Crude Oil	73,55	-5,6%	-4,5%	-6,0%	2,7%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%	11,6%
	Natural Gas	2,13	4,5%	-17,8%	14,4%	-15,4%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%	-25,5%
	Copper	9118,14	0,2%	-8,0%	8,5%	7,7%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%	3,4%
FIXED INCOME	30.08.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
RATES	US 10 year gvt	3,90	(0,13)	(0,60)	(0,35)	0,02	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps	-77 bps
	German 10 year gvt	2,30	(0,00)	(0,37)	(0,11)	0,28	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps	-43 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	579,0	1,1%	3,9%	4,1%	3,2%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%	8,2%
	US Treasuries	2336,4	1,3%	4,5%	4,3%	2,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%	6,9%
	US IG Corporates	3333,4	1,6%	4,7%	5,2%	3,5%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%	14,5%
	US High Yield	2635,8	1,6%	4,6%	6,0%	6,3%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%	14,3%
	Euro Government	240,3	0,4%	2,9%	2,4%	0,7%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%	6,3%
	Euro IG Corporates	252,6	0,3%	2,7%	3,3%	2,6%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%	6,2%
	Euro High Yield	464,7	1,3%	3,0%	4,4%	5,9%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%	12,3%
	EM USD Aggregate	1244,8	2,1%	4,6%	6,5%	6,3%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%	13,1%

Source: Bloomber, 31/08/24

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 31/08/2024

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch