



BANQUE  
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE  
MARS 2024

# SOMMAIRE

MARS 2024

## **1. Editorial**

*La Chevauchée fantastique\**

## **2. Marchés de taux**

L'inflation américaine brouille les pistes.

## **3. Marchés actions**

Les Six Magnifiques

## **4. Allocation d'actifs**

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

## **5. Performances**

\* *La chevauchée fantastique, réalisateur John Ford, 1939*

# 1. ÉDITORIAL

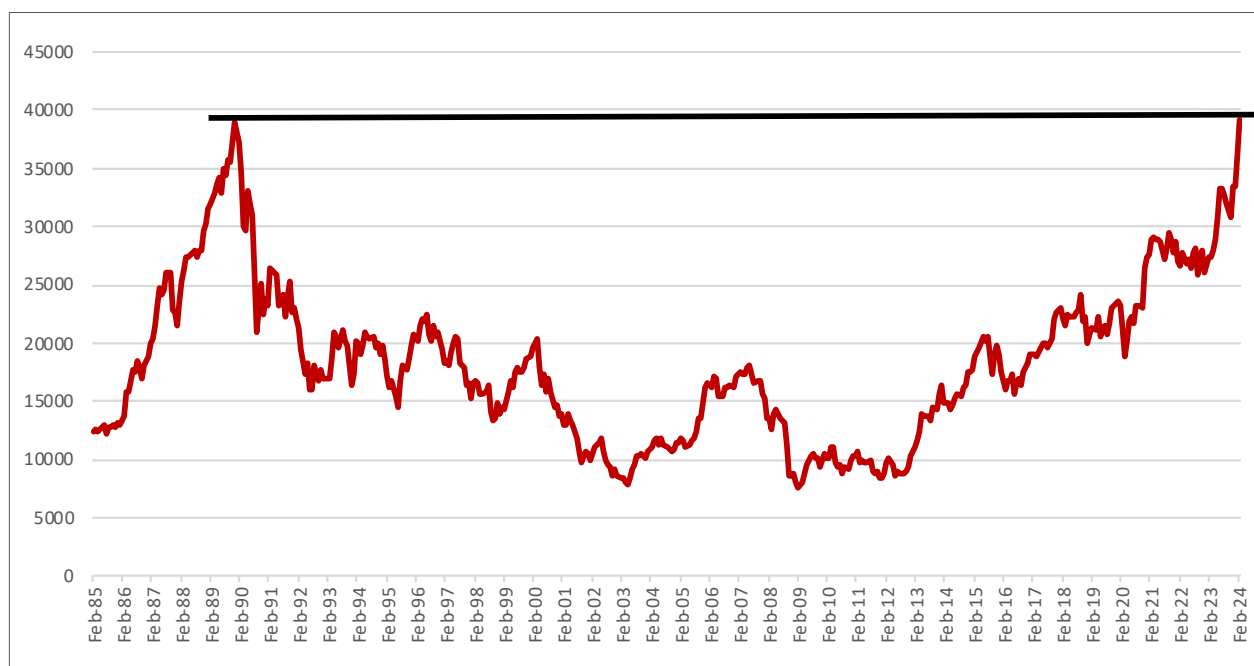
## LA CHEVAUCHÉE FANTASTIQUE\*

**Cette image n'est pas sans présenter certaines similarités avec la séquence de marché que nous venons de traverser. En effet, les marchés actions poursuivent en février leur formidable rebond entamé en novembre 2023.**

Dans le western éponyme, un petit groupe d'individus se trouve réuni pour un long voyage au milieu d'un environnement hostile les poussant à se révéler pour l'occasion. A y regarder de plus près, le parallèle est troublant avec la trajectoire récente du marché américain et des «Sept Magnifiques», le surnom donné aux sept valeurs (Apple, Amazon, Alphabet, Meta Platform, Microsoft, Nvidia, et Tesla) qui depuis plusieurs mois font la hausse. En effet rien ne semble pouvoir arrêter ce groupe boursièrement parlant, alors même que les signaux macro se détériorent avec une inflation sur une

phase de plateau, des taux longs qui repartent à la hausse et un ajustement drastique des anticipations de baisses sur les taux courts (de six à trois en quelques semaines). Avec une vie politique extrêmement polarisée, le risque d'erreur politique est également exacerbé, rappelons juste que les élus du Congrès viennent d'éviter in extremis un shutdown du gouvernement pour la 4<sup>e</sup> fois depuis Octobre. On pourrait ajouter à ces vents contraires une valorisation déjà riche et une concentration élevée de ces valeurs au sein des indices américains, autant de points que nous détaillons dans la section Actions. A ce jour, si la concentration a déjà dépassé le niveau atteint au début des années 2000, c'est loin d'être le cas en terme de valorisation et comme nous le rappelle la publication de Nvidia, les résultats et la profitabilité sont aujourd'hui largement au rendez-vous.

G1 : ÉVOLUTION DU NIKKEI 225 INDEX



Source : Banque Eric Sturdza, Bloomberg, Fev1985 - Fev 2024

\* *La chevauchée fantastique*, réalisateur John Ford, 1939

Le mois de février voit aussi la poursuite de la progression du marché japonais à un rythme soutenu. Là encore, il est difficile de ne pas dresser un parallèle historique. En tutoyant le seuil des 40 000 points, le Nikkei 225 revient sur le niveau qu'il avait précédemment connu au pic de la bulle en 1989. Le parallèle s'arrête là ; la valorisation est aujourd'hui sans commune mesure. Rappelons qu'en 1989, la valeur du seul palais impérial était équivalente à celle de l'ensemble de l'état de Californie. Ceci a le mérite de mettre en perspective la hausse récente mais aussi de rappeler qu'en achetant en haut de cycle, le risque est celui d'une perte de valeur qui peut mettre des années à être compensée. A plus court terme, après deux décennies d'une déflation endémique, la fin de celle-ci est de nature à continuer d'être un facteur de soutien pour le marché japonais. La récession technique surprise dans laquelle est entrée le Japon au T4 devrait quant à elle enlever de la pression sur les épaules de la Banque du Japon et limiter le risque d'une appréciation trop rapide du JPY. Enfin en Asie, l'actualité était aussi ce mois-ci en Chine : Alors que le marché chinois était resté jusqu'ici à l'écart du rebond, le nouvel an chinois se traduit néanmoins par une inflexion et un rebond assez net des marchés actions sur fond de mesures sélectives de relance et de soutien du secteur immobilier. Un rebond sur fond de capitulation qui demande encore à être confirmé.

**Dans cet environnement, le maintien d'une approche neutre mais différenciée dans nos portefeuilles semble être la meilleure option. La zone Asie demeure prometteuse entre le Japon dont le rerating n'est pas fini, et la Chine qui se stabilise. Aux Etats-Unis, le parallèle avec 2000 trouve sa limite dans les résultats hors normes des champions de la tech et une valorisation moins extrême, mais cela ne veut pas dire qu'une consolidation à court terme ne serait pas impossible voire souhaitable. Enfin, après l'ajustement des anticipations de baisses de taux, la classe d'actifs obligataires semble plus attractive qu'il y a quelques mois.**

## 2. MARCHÉS DE TAUX

### L'INFLATION AMÉRICAINE BROUILLE LES PISTES

#### Fed : les baisses de taux se font attendre

Malgré le soulagement procuré par les derniers chiffres d'inflation PCE Deflator et Core PCE, les dernières publications des indices d'inflation CPI et PPI ont semé le doute. L'inflation américaine n'est pas encore totalement maîtrisée outre-Atlantique et la Fed pourrait nous surprendre de nouveau. Les huit premières semaines de l'année ont été le théâtre d'un réajustement logique des anticipations de marchés en direction de celles de la banque centrale. Nous sommes passés de «la Fed a sans doute voulu dire trois baisses minimum» à «ce sera trois baisses maximum» tandis que le scénario «zéro baisse» commençait à prendre de l'ampleur.

En zone euro, la BCE est prise au piège. Elle hésite à baisser ses taux trop tôt, de crainte de faire repartir l'inflation et elle préférerait agir après un premier assouplissement de la Fed. Pendant ce temps, la croissance pique du nez. Fabio Panetta, gouverneur de la banque centrale italienne a prévenu : il est déjà trop tard. Résultat : en tergiversant, la BCE prend le risque d'agir trop tardivement et se trouver obligée d'assouplir sa politique monétaire plus fortement. Ainsi, les perspectives de performance du Bund allemand s'avèrent sans doute meilleures que celles de son homologue américain.

#### La duration malmenée

Inévitablement, la partie de la courbe américaine qui a le plus tangué est le 2 ans puisque les niveaux de taux à court terme sont mécaniquement dépendants du nombre de baisses ou hausses de taux monétaires. Toutefois, les niveaux de portage élevés amortissent bien les hausses de rendements et il n'y a peu ou pas de pertes à déplorer sur ce segment. Sur les taux longs, les rebonds sont moins surprenants mais plus douloureux, comme à chaque fois lorsque la courbe amorce un bearish flattening. Toutefois, le bull market obligataire n'a pas dit son dernier mot. Nous sommes retombés temporairement au-dessous de 3.90% début février suite aux mauvaises nouvelles concernant certaines banques américaines empêtrées dans les CRE loans (prêts hypothécaires dans l'immobilier commercial). La crise des CRE est un cygne noir qui est en train de virer au gris!

Pendant ce temps, en toute discrétion, les TIPS (bons du Trésor américain indexés inflation) continuent de vivre leur vie pour la plus grande satisfaction de leurs détenteurs. Les TIPS sont des instruments assez difficiles à appréhender. Contrairement à une idée reçue, leur duration est à peu près équivalente à celle des Treasuries et en général un peu plus élevée à cause de coupons plus faibles. Lorsque les taux réels montent, les TIPS longs se transforment alors en bain de sang. Rappelons-nous qu'en 2022, la performance des indices TIPS avoisinait les -13% contre -12% pour celle des indices Treasuries classiques alors que certains investisseurs pensaient avoir justement acheté de la protection contre l'inflation. Ce type d'investissement requiert donc prudence, vigilance et surtout expérience. Mais utilisés à bon escient, ils peuvent s'avérer une source de performance très intéressante.

# 3. MARCHÉS ACTIONS

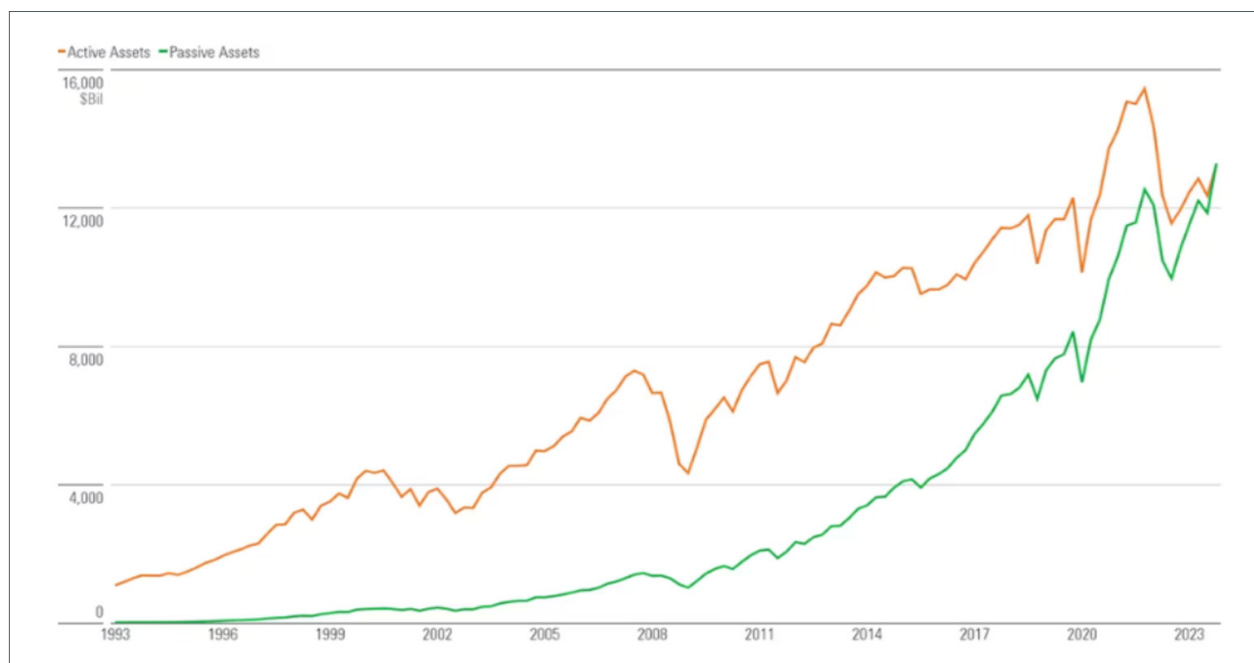
## LES SIX MAGNIFIQUES

**Les publications à propos de la concentration de performance sur un petit nombre de valeurs aux Etats-Unis ont foisonné ces derniers temps et les lecteurs de presse financière s'étonneront de ce chiffre six au lieu du sept tant attendu... Sept comme les fameux mercenaires ou sept comme les « poids lourds de la technologie » qui l'an dernier ont fait 73 % de la hausse de l'indice S&P500. Le cours de Tesla est aujourd'hui de moitié de ce qu'il était à son plus haut en novembre 2021, son appartenance à ce groupe d'élite est sérieusement challengée. Tesla est un constructeur automobile qui fait à peine 10 % de marge d'exploitation (un peu moins bien que celle de Stellantis!) Il n'est pas à exclure que Tesla ait été un intrus au milieu des Microsoft, Nvidia...**

L'objet de cette chronique n'est pas de savoir si la dénomination « sept magnifiques » habilement empruntée au cinéma américain était adaptée ou non mais plutôt de revenir sur les conséquences et risques éventuels liés à la concentration de performance sur peu de valeurs. Les six ou sept Magnifiques formeront-ils une bulle irrationnelle ? finiront-ils à trois (comme dans le film!) le reste du marché est-il anormalement délaissé ?

Avant de tenter une réponse il faut souligner que la concentration de performance et de poids dans les indices ne se pose pas seulement outre-Atlantique. Si vous êtes danois et que vous suivez votre indice national la concentration est encore plus forte : Novo-Nordisk grâce à son médicament anti-obésité représente désormais plus de la moitié de l'indice ! Plus près de nous, les trois valeurs phares de l'indice suisse –

### G2: ACTIFS SOUS GESTION - FOND PASSIFS VS. FOND ACTIFS



Source: Source Morningstar Direct

Novartis, Nestle et Roche Holdings – continuent de peser pour près de la moitié de la capitalisation du SMI et cela malgré la performance récente décevante des deux dernières et les spin-offs de la première. Côté français, LVMH en empilant des publications à deux chiffres pèse désormais 11,5% du CAC. C'est moins extrême mais incontestablement le CAC est plus concentré qu'il y a cinq ans.

La question de concentration ne se pose pas seulement pour le gérant «stock-picker» qui tente de battre un indice, elle se pose aussi pour l'ensemble des allocataires d'actifs. Si l'on monte d'un étage et qu'on se penche sur la construction des principaux actions mondiaux, on s'aperçoit qu'ils sont désormais composés à 70% de valeurs américaines. Une conséquence de la logique des méga capitalisations déjà évoquée... qui mérite néanmoins un temps d'arrêt car les Etats-Unis ne représentent «que» un quart du PIB mondial (en dollars courants). Dès lors est-on sûr de la pertinence de ces indices «Monde»?

Les situations de ce type se sont déjà produites par le passé. Ceux qui veulent se faire des sueurs froides se souviendront que Nortel a représenté plus du tiers de la capitalisation de l'indice actions canadien (alors le TSE 300). Nortel était LE fournisseur incontournable de matériel et de logiciel au secteur des Télécommunications... Et patatras Nortel perd plus de 90% de sa valeur en deux ans et déposera finalement son bilan en 2009.

Quant à une concentration «pays» excessive on peut évidemment se souvenir de la fin des années 80: le Japon (10% du PIB mondial à l'époque) représentait 50% de l'indice mondial (source Gavekal). Là non plus l'histoire ne se termine pas bien.

Il a existé des cas de concentration à l'issue plus heureuse, mais ces deux exemples rappellent que choisir un indice de référence n'est pas une décision anodine. A l'heure où la gestion passive l'emporte sur le gestion active peut s'enclencher une spirale puissamment haussière à court terme mais mortifère à long terme.

Les gérants «non indiciels» (en orange) sont sous-pondérés sur les premiers poids des indices (les fameux sept magnifiques aux Etats-Unis). Lorsque les allocataires réduisent leur position dans ces fonds actifs pour les redéployer vers des «gérants indiciels» (en vert) les gérants verts repondèrent instantanément les premiers poids rendant les magnifiques... encore plus magnifiques.

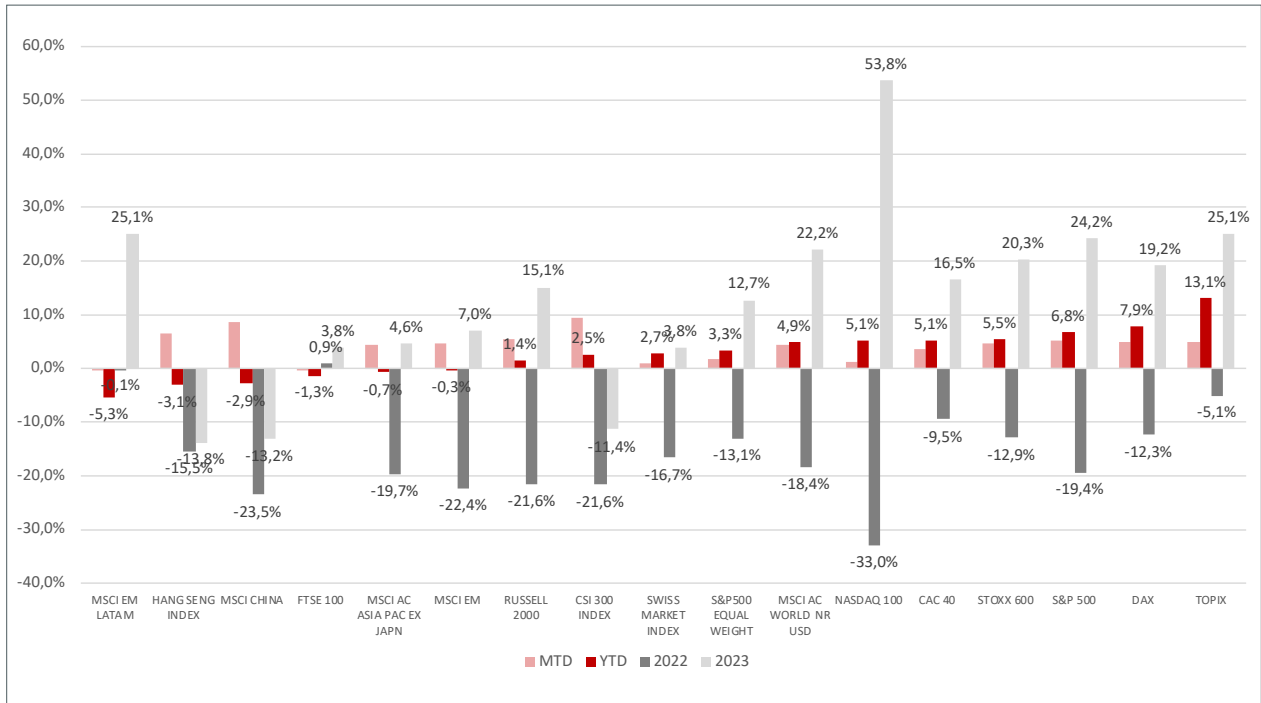
Que ceux à qui la chute de Nortel ou l'effondrement du Nikkei en 1990 ont laissé un mauvais souvenir se rassurent: le PE moyen des sept Magnifiques est aujourd'hui de 30, selon JP Morgan. C'est beaucoup par rapport à la moyenne du S&P500 (PE de 18) mais ramené à leur croissance on n'est pas dans un aveuglement de type japonais fin des années 80 (le PE de l'ensemble du marché valait alors 70!).

**Cette affaire de concentration doit néanmoins être surveillée comme le lait sur le feu pour au moins trois raisons:**

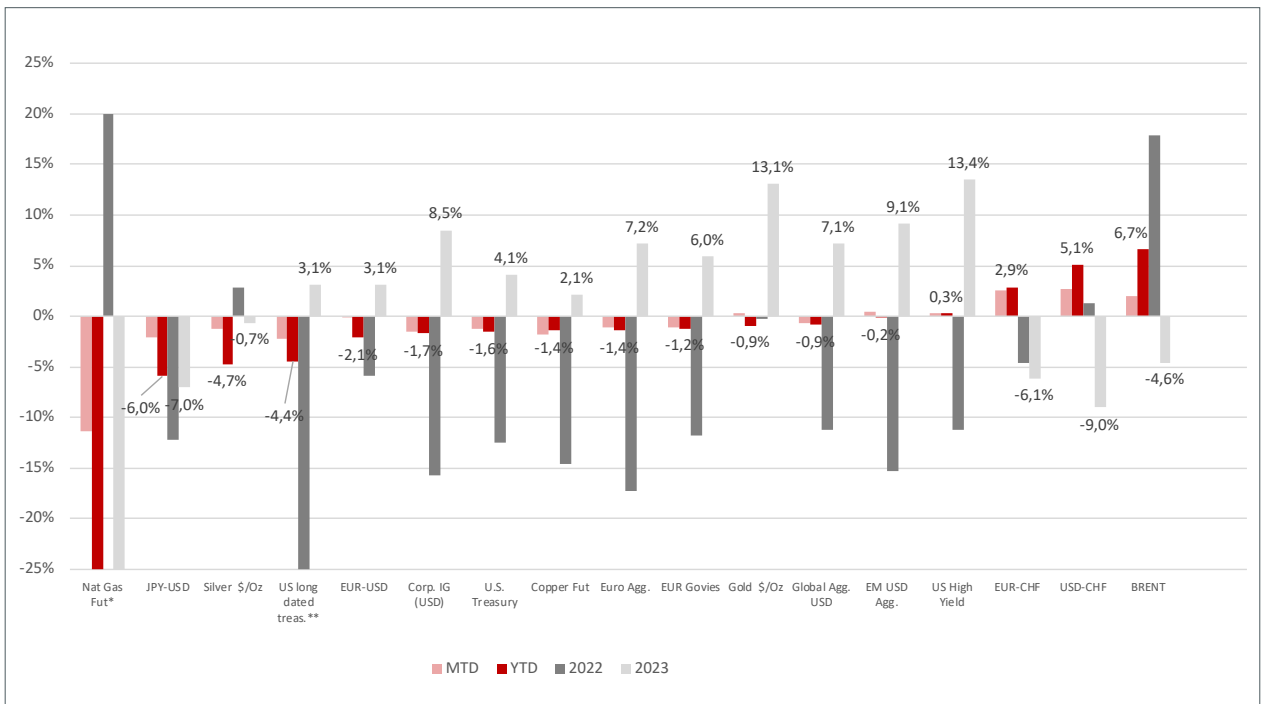
- **Par l'effet mécanique d'indexation de la gestion passive la machine peut s'emballer...**
- **Les trop fortes concentrations ont historiquement amené bien des déboires: le Japon déjà cité en 1989 mais les plus anciens se souviennent des Nifty Fifty de la fin des années 70 ou de la bulle technologique de 2000...**
- **Enfin comme le disait l'économiste Harry Markowitz dans sa grande sagesse, la diversification reste «le seul free lunch» et c'est aujourd'hui ce qui doit guider l'allocation: Ne pas aller contre la tendance car la captation de la valeur ajoutée par les mastodontes boursiers est une réalité, mais garder aussi un œil et de l'épargne sur les autres acteurs: il en reste 2993 dans le Russel 3000 et plus encore dans les autres géographies! De quoi respecter le principe cher à Markowitz.**

# 5. PERFORMANCES

## PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



## PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 01/03/2024

## 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 01/03/2024**

## Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch