



BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES
4^E TRIMESTRE 2024

SOMMAIRE

4^E TRIMESTRE 2024

1. Editorial

50 points de base et un anniversaire

2. Marchés de taux

La Fed a fait ce que les marchés attendaient d'elle

3. Marchés actions

Tout vient à temps à qui sait attendre

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

50 POINTS DE BASE ET UN ANNIVERSAIRE

1/2 point: à l'issue d'un long suspens la décision de la réserve fédérale américaine est connue: les taux américains ont été ramenés dans une fourchette de 4.75 à 5 %. C'est peu dire que la nouvelle était attendue. Ensuite les mots de Jérôme Powell ont été pesés, les financiers se sont réjouis en lisant que « the upside risks to inflation have diminished and the downside risks to employment have increased ». Ils ont regardé les comportements de marché passés et se sont souvenus que lorsque la FED baisse ses taux de 50 points de base – s'il n'y a pas de récession – les marchés montent en moyenne de 16 % dans les 6 mois qui suivent. Le si est important mais ne boudons pas notre plaisir.

Les exégètes de la finance sont prompts à critiquer les banquiers centraux, le plus souvent ils les jugent « en retard »: en retard à comprendre que l'infla-

tion est structurelle, puis en retard à comprendre que l'inflation est désormais maîtrisée. Mais au moment des grands rendez-vous ils boivent les paroles du banquier central avec avidité car ils connaissent leur pouvoir. Comme l'avait dit ironiquement l'acteur et humoriste Will Rogers il y a bientôt un siècle: Il y eut 3 grandes inventions depuis le commencement des âges: le feu, la roue et les banques centrales. Merci donc à Jérôme Powell, ce mois de septembre devrait être favorable aux actifs financiers.

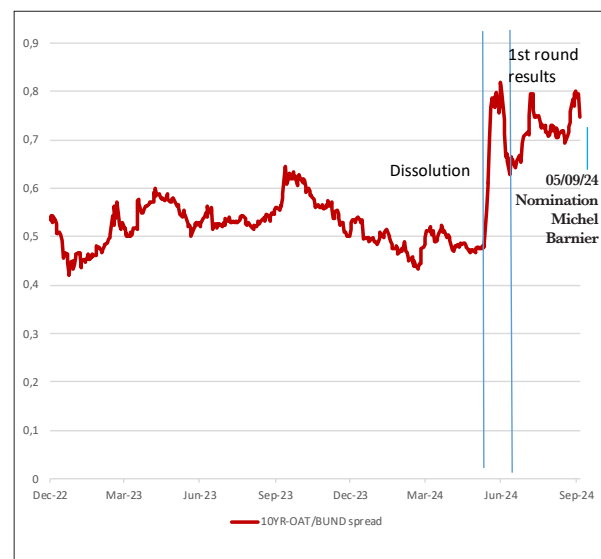
Septembre est aussi un mois anniversaire: Il y a deux ans Liz Truss succédait à Boris Johnson comme premier ministre. Restée en fonction 49 jours seulement, son nom est pourtant fameux aujourd'hui tant en Angleterre qu'à l'international. Pour son malheur il est souvent accolé au mot « moment ». Un « Liz Truss moment » désigne un décrochage très brutal des marchés dû à une erreur de politique économique. En septembre 2022 l'annonce de baisses

G1: 10YR UK GILT / US TREASURIES SPREAD



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

G2: 10YR OAT/BUND SPREAD



d'impôts non financées couplées à quelques autres mesures avaient provoqué une chute très rapide de la livre Sterling et une brusque tension sur les taux des obligations d'État britannique. Démission de ladite ministre, retour à plus d'orthodoxie budgétaire, les choses étaient vite rentrées dans l'ordre. Mais la violence de l'épisode a laissé des souvenirs douloureux aux investisseurs et une expression dont Liz Truss se serait sûrement passée.

En France cette date anniversaire a sûrement une résonance particulière. Après la trêve olympique la vie politique a repris, les Français ont (enfin) un premier ministre et un gouvernement... Qui va très vite devoir statuer sur le budget 2025. Le profil politique de Michel Barnier est assez éloigné de celui de Liz Truss et on prêterait volontiers au nouveau premier ministre Français une plus forte inclination pour l'orthodoxie budgétaire. Néanmoins l'écart entre les taux à 10 ans français et allemands -sorte de thermomètre de l'inquiétude déjà évoqué lors du remaniement – indique que les marchés restent très préoccupés. Un « Barnier-moment » serait évidemment une piètre issue à cette saga post remaniement gouvernemental, ce n'est pas notre scénario mais le graphe ci-dessus montre bien que les marchés ne l'excluent pas tout à fait.

Ce moment Liz Truss devrait aussi être considéré aux Etats-Unis. Les élections se rapprochent à grand pas avec deux candidats aux projets de société orthogonaux et aux programmes économiques bien distincts. Un point commun cependant, ni Kamala Harris ni Donald Trump ne semblent très préoccupés par les niveaux actuels de la dette Américaine. Aucun des deux programmes ne conduirait à endiguer la hausse continue de l'endettement. Et pourtant à 6, 7% du PIB le déficit budgétaire est déjà en zone rouge. Les banquiers centraux ont bien souvent « sauvé la mise » des marchés, leur action a néanmoins des limites que les politiques ne doivent pas aller chercher. Des deux côtés de l'Atlantique il faut se garder de réitérer l'épisode britannique de septembre 2022...

2. MARCHÉS DE TAUX

LA FED A FAIT CE QUE LES MARCHÉS ATTENDAIENT D'ELLE

Le spectre de la récession s'éloigne

Si la BCE a poursuivi sans broncher son programme d'assouplissement de sa politique monétaire, la Fed a, quant à elle, frappé fort. Ce «jumbo rate cut», qui en appelle sans doute d'autres selon les fameux «dot plots», change la donne : nous passons en effet d'une crainte de récession causée par une erreur de politique monétaire fatale à un soulagement puisque la Fed nous dit qu'elle a bien compris le message et va tout faire pour éviter ce scénario du pire. Plus personne ne parle d'inflation et c'est un tort. La banque centrale chinoise est en train de déployer tout un arsenal de décisions monétaires afin d'éviter une «japonisation» de son économie (c'est-à-dire une ou plusieurs décennies de croissance zéro ou négative). Les Chinois doivent relancer vite et fort et le «helicopter money» sera sans doute utilisé si le besoin s'en fait sentir. Par conséquent, si la Chine réussit son pari en parvenant à éviter le pire et en retrouvant le chemin de la croissance, les prix de la plupart des matières premières vont inévitablement s'envoler au moment où Fed et BCE poursuivront leur programme d'assouplissement monétaire. Beau cocktail en perspective pour 2025!

Plus personne ne parle d'inflation et c'est un tort. Si la Chine réussit son pari, les prix des matières premières vont s'envoler au moment où Fed et BCE poursuivent leur programme d'assouplissement monétaire.

Attention au bearish steepening

Sur les marchés de taux, nous focalisons notre attention sur deux enjeux majeurs. Le premier concerne l'extrême cherté des spreads de crédit puisque le marché corporate, comme son «cousin» le marché des actions, privilégie depuis plusieurs mois le scénario de soft landing. Mais puisque les courbes de taux gouvernementales commencent à partager leur optimisme, les crédits peuvent tout à fait se maintenir sur leurs niveaux actuels. Il faudra donc peut-être renoncer à les vendre pour les conserver et bénéficier de leur portage. Le second sujet concerne la pente de la courbe. Jusqu'à présent, nous étions confiants vis-à-vis de la trajectoire des taux longs puisque notre scénario privilégié était celui du bullish steepening. Désormais nous nous méfions de plus en plus d'un scénario de bearish steepening. Les taux courts pourraient en effet poursuivre leur mouvement de détente au gré des anticipations révisées de baisses de taux de la Fed tandis que les taux longs remonteraient légèrement puisque le scénario du pire (récession, hard landing) sera a priori évité grâce aux colombes de la Fed. La forte détente des taux longs début septembre nous a semblée suffisamment attrayante pour diminuer sensiblement la durée de nos portefeuilles. Dans le même temps, les TIPS (obligations du Trésor américain indexés sur l'inflation) à durée courte restent très intéressants. Les marchés obligataires vont donc rester volatils et incertains au cours du quatrième trimestre. Une chose est sûre, après la baisse de taux «jumbo» de la Fed, les plaisirs éphémères (c'est-à-dire rester investi sur les marchés monétaires à 5%) font désormais clairement partie du passé.

3. MARCHÉS ACTIONS

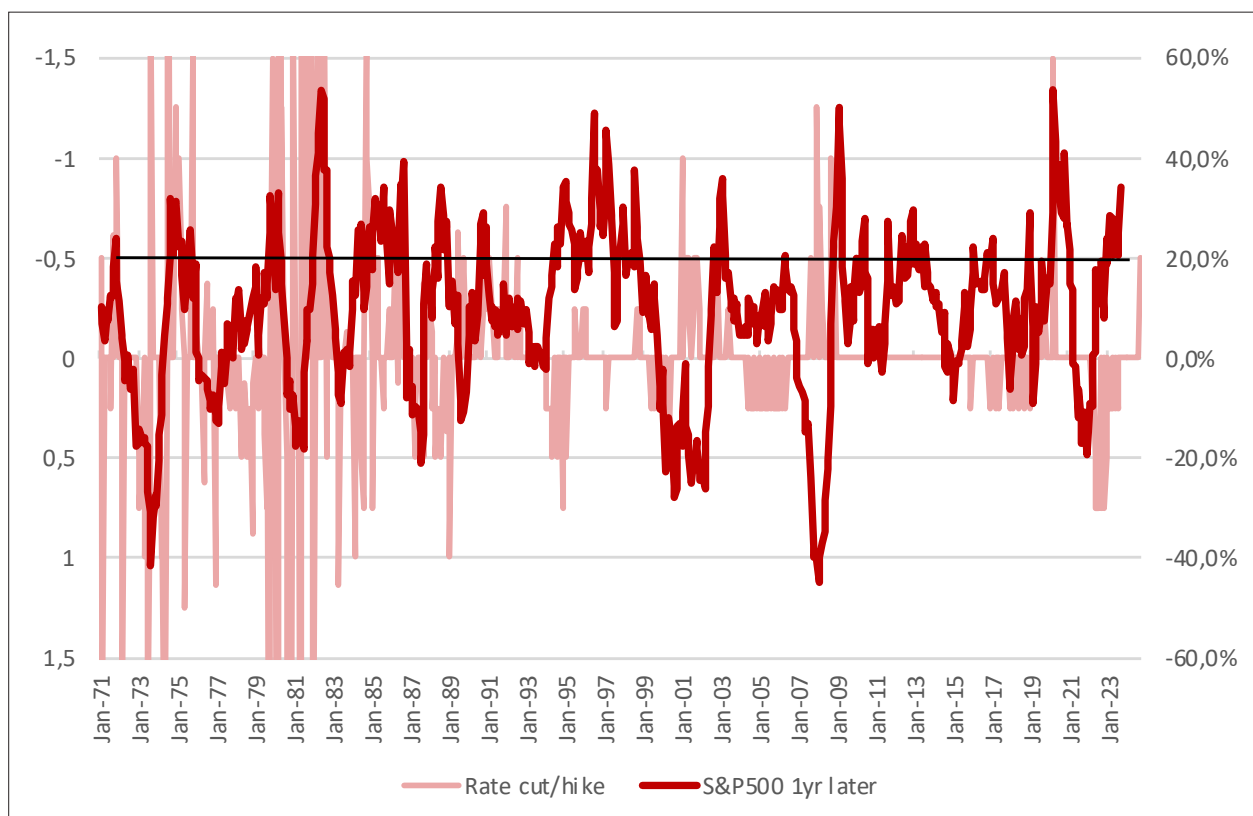
TOUT VIENT À TEMPS À QUI SAIT ATTENDRE

Le mouvement de baisse des taux dans lequel les grandes banques centrales se sont lancées ces derniers mois et cela avec fracas pour la Réserve Fédérale dernièrement amène assez logiquement les investisseurs à se poser la question de leur impact sur les marchés actions et de l'opportunité à rester investi alors que les marchés ont déjà fortement progressé.

A en juger par les séquences de hausse du S&P500 qui ont suivi la baisse historique de 50bp de la Fed lors du dernier FOMC, les marchés ont voté! Cette réaction plus que positive contraste avec la morosité ambiante

qui prévalait en début de mois quand les investisseurs scrutaient les chiffres de l'emploi américain à la recherche d'éventuels signaux de récession. L'essentiel est résumé ici... Une baisse de taux surtout d'une telle ampleur est favorable à la relance de l'activité économique et constitue un soutien pour les marchés financiers – sous réserve qu'elle ne soit pas annonciatrice d'une récession imminente. Avec 7 à 8 baisses de taux attendues pour la fin 2025, les intervenants de marché ont été prompts à anticiper une rapide normalisation des taux courts et à accrédi-ter la thèse du «soft landing». Que le risque de récession justifie des coupes complémentaires, pas certain que la perception par les marchés actions demeure aussi favorable...

G3: FED FUND RATE BAISSSE/HAUSSE (ECH. GAUCHE INVERSÉE) VS. PERFORMANCE 12M PLUS TARD S&P500 (ECH. GAUCHE)



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, Janv. 1971 - Sept 24

L'effet de la baisse de taux se fait également sentir sur le leadership sectoriel : Alors que depuis plusieurs trimestres la hausse était très largement tirée par les « 7 Magnifiques » et une poignée de valeurs liées à l'intelligence artificielle, la séquence récente marque l'amorce d'une participation plus large. Ainsi les valeurs liées à la consommation qui avaient été sous pression sous l'effet combiné de la hausse des prix et des taux élevés se voient offrir un répit. Entre le dégonflement du thème de l'intelligence artificielle et les prémices d'une participation plus large, ce mouvement marque potentiellement le début d'un nouveau leadership qui demande encore à être confirmé.

En fin de mois, c'est la Chine qui aura définitivement marqué les esprits. En l'espace de quelques jours, les autorités chinoises qui étaient jusqu'alors jugées trop timides et dont l'objectif de croissance semblait de plus en plus difficile à tenir se sont enfin décidées à adresser le point sur le plan monétaire d'abord via des mesures telles que la baisse du taux REPO et de celui du taux de réserve obligatoire, baisse des taux hypothécaires et mise en place de programmes de funding pour les investisseurs institutionnels et sociétés en vue de financer leur buyback. L'objectif participe ici à un choc de confiance pour les ménages chinois. Si le secteur immobilier est depuis plusieurs mois dans le radar, c'est la volonté de « booster » le marché des actions chinoises qui surprend. Les autorités chinoises se sont décidées à mettre en place une facilité de swap de CNY 500 Mds couplée à une facilité de prêt de CNY 300 Mds destinées à fournir de la liquidité aux brokers, gérants d'actifs, fonds et fournir le financement nécessaire au rachat de titres. En complément de ces mesures et alors que débute la « Golden Week », semaine traditionnelle de vacances en Chine, les rumeurs d'un stimulus fiscal de grande ampleur vont bon train.

Il n'en fallait pas plus pour enflammer les marchés d'actions chinoises qui s'envolent de près de 15 % en quelques jours. Une telle réaction peut sembler exagérée mais doit s'analyser dans un contexte de sous-détention généralisée des actions chinoises et de très forte sous-évaluation (plus d'un écart-type sous sa moyenne de long terme).

Le rebond est d'une telle ampleur que la performance cette année du marché chinois dépasse désormais celle du marché japonais, handicapé lui par le renforcement du Yen et le débouclage des positions de « carry trade ». Certains segments du marché européen profitent indirectement du rebond du marché chinois, le cas le plus emblématique est celui des valeurs du luxe pour lesquelles le consommateur chinois reste primordial. On ne peut néanmoins pas en dire autant des valeurs automobiles européennes qui il y a quelques années encore trahissaient les positions de choix sur le marchés chinois et sont aujourd'hui confrontés à la concurrence très rude des constructeurs chinois.

Dans cet environnement, nous maintenons nos axes de diversification et nous nous réjouissons de voir certains des thèmes mis en avant enfin se réveiller. La « recovery » chinoise en est encore à ses débuts et demande confirmation mais elle constitue aussi un facteur d'entraînement pour d'autres thèmes actions. Nous maintenons notre approche prudente et sélective sur la zone Etats-Unis, les ajustements de baisse de taux ayant été très (trop) rapide et les élections américaines pouvant être source de volatilité et de potentiels points d'entrée.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	30.09.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
MSCI WORLD	MSCI WORLD	3 723	1,7%	8,1%	11,6%	17,5%	24,4%	-17,7%	22,4%	16,5%	28,4%
	MSCI WORLD GROWTH	5 561	1,9%	8,3%	11,5%	20,6%	37,3%	-29,0%	21,4%	34,2%	34,2%
	MSCI WORLD VALUE	3 853	1,5%	7,9%	11,6%	14,3%	12,4%	-5,8%	22,8%	-0,3%	22,8%
WORLD & US	DOW JONES	42 330	1,8%	9,4%	8,5%	12,3%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%	25,3%
	S&P 500	5 762	2,0%	9,2%	13,1%	20,8%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%	31,5%
	S&P500 EW	7 269	2,2%	8,4%	10,2%	13,5%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%	29,2%
	NASDAQ 100	20 061	2,5%	8,2%	11,2%	19,2%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%	39,5%
	RUSSELL 2000	2 230	0,6%	7,7%	8,5%	10,0%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%	25,5%
	STOXX 600	523	-0,4%	0,9%	5,7%	9,2%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%	27,9%
EUROPE	FTSE 100	8 237	-1,7%	-0,5%	8,0%	6,5%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%	17,2%
	CAC 40	7 636	0,1%	-4,5%	-3,7%	1,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%	30,5%
	DAX	19 325	2,2%	4,5%	9,3%	15,4%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%	25,5%
	IBEX 35	11 877	4,2%	4,9%	18,8%	17,6%	28,1%	-2,0%	10,5%	-12,7%	16,5%
	SWISS MARKET	12 169	-2,2%	1,4%	6,4%	9,3%	7,1%	-14,3%	23,7%	4,3%	30,2%
	SPI SWISS	16 242	-1,6%	1,6%	9,3%	11,5%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%	30,6%
ASIA	MSCI EM	1 171	6,4%	11,6%	14,7%	14,4%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%	18,8%
	TOPIX	2 646	-2,5%	-4,6%	-1,1%	11,8%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%	18,1%
	HANG SENG	21 134	17,5%	16,9%	28,0%	24,0%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%	13,0%
	CSI 300	4 018	21,0%	12,2%	14,3%	17,1%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%	39,2%
FX & COMMODITIES	30.09.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
CURRENCIES	EUR-USD	1,114	0,8%	2,6%	3,1%	0,9%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%	-2,2%
	EUR-CHF	0,942	0,3%	-3,8%	-1,5%	1,4%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%	-3,6%
	USD-CHF	0,846	-0,5%	-6,3%	-4,4%	0,5%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%	-1,6%
	USD-JPY	143,630	-1,7%	-8,7%	-4,2%	1,8%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%	-1,0%
	USD INDEX	100,78	-0,9%	-3,7%	-3,2%	-0,5%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%	1,2%
COMMODITIES	Gold	2634,58	5,2%	13,2%	28,9%	27,7%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%	18,3%
	Silver	31,16	8,0%	2,5%	37,4%	30,9%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%	12,7%
	WTI Crude Oil	68,17	-7,3%	-11,5%	-12,9%	-4,9%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%	11,6%
	Natural Gas	2,92	37,4%	13,0%	57,2%	16,3%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%	-25,5%
	Copper	9692,01	6,3%	-2,2%	15,4%	14,5%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%	3,4%
FIXED INCOME	30.09.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
RATES	US 10 year gvt	3,77	(0,14)	(0,73)	(0,48)	(0,11)	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps	-77 bps
	German 10 year gvt	2,12	(0,18)	(0,54)	(0,29)	0,10	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps	-43 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	586,4	1,3%	5,3%	5,4%	4,5%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%	8,2%
	US Treasuries	2370,0	1,4%	6,0%	5,8%	4,1%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%	6,9%
	US TIPS	358,8	1,6%	5,0%	5,9%	4,9%	3,9%	-11,9%	6,0%	11,0%	8,4%
	US IG Corporates	3398,4	2,0%	6,7%	7,3%	5,5%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%	14,5%
	US High Yield	2677,9	1,6%	6,3%	7,7%	8,0%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%	14,3%
	Euro Government	243,1	1,2%	4,1%	3,6%	2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%	6,3%
	Euro IG Corporates	255,5	1,1%	3,9%	4,5%	3,7%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%	6,2%
	Euro High Yield	469,4	1,0%	4,1%	5,5%	7,0%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%	12,3%
EM USD Aggregate	1266,4	1,7%	6,5%	8,3%	8,1%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%	13,1%	

Source: Bloomberg, 30/09/24

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 30/09/2024

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch