



BANQUE  
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE  
SEPTEMBRE 2022

# SOMMAIRE

## SEPTEMBRE 2022

### **1. Editorial**

Torpeur estivale.

### **2. Marchés de taux**

Pas de surprise à Jackson Hole.

### **3. Marchés actions**

L'heure de faire une pause ?

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

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

### **5. Performances**

# 1. ÉDITORIAL

## TORPEUR ESTIVALE.

**Juillet a été marqué par des températures élevées et des marchés d'actions flamboyants. Avec le mois d'août nous entrons dans une période plus compliquée : des orages et plus de nervosité sur les marchés. Deux éléments avaient alimenté la hausse de début d'été : un positionnement initial trop prudent de la part des investisseurs et des publications d'entreprises de très bonne facture.**

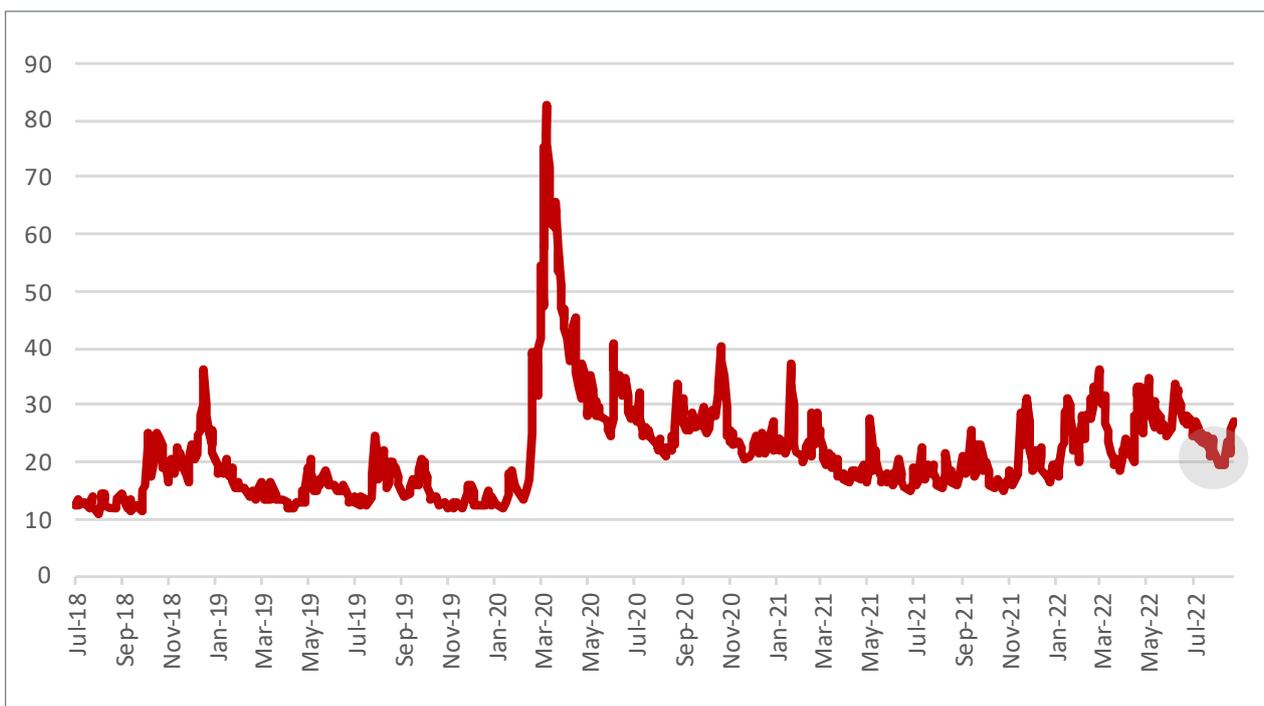
Début août un troisième élément favorable est venu nourrir la dynamique positive. Pour la première fois depuis bien longtemps on avait enfin de bonnes surprises côté inflation ! Le marché saluait le CPI américain (prix à la consommation) publié le 10 août et se trouvait conforté par les chiffres de prix à la production publiés deux jours plus tard (-0.5 % en juillet).

A l'idée d'avoir passé le pic d'inflation les anticipations sur les taux aux Etats-Unis s'ajustaient, les 75 points de base de hausse de taux en septembre paraissaient moins certains ce qui faisait le bonheur des marchés d'actions et des valeurs de croissance en particulier. Quel rallye pour le Nasdaq qui – depuis son point bas du 16 juin – aura finalement regagné plus de 20 % !

Une forme de confiance semblait revenir dans les rangs des investisseurs, confiance reflétée par un VIX assagi. Pour la première fois depuis le début du conflit en Ukraine le VIX passait sous la barre des 20 (cf. graphe 1).

Afin de se projeter sur les semaines à venir on peut re-examiner chacun des trois facteurs de soutien des marchés de la période récente.

G1 : VIX INDEX



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Le positionnement des investisseurs est évidemment aujourd'hui moins adverse au risque et le sentiment plus acheteur. Le VIX mentionné précédemment en est la preuve : en dessous de 20 il marque une moindre inquiétude sinon une sérénité retrouvée. Ce positionnement est parfois schizophrénique car, tout en achetant des actions, 75 % des investisseurs restent convaincus que l'entrée en récession est imminente.

Sur la trajectoire d'inflation la lecture est plus complexe. Est-on certain que l'amélioration de juillet marque le pic d'inflation ? Que les prix du pétrole repartent à la hausse et le doute revient... Quant aux taux longs (inversement corrélés aux marchés d'actions) ils étaient allés un peu vite en besogne. A 2.50% en début de mois alors qu'on a une inflation de 8.5% en glissement annuel n'y a-t-il pas un peu de complaisance de la part des marchés obligataires ? Ce serait notre point de vue et d'ailleurs depuis le début du mois d'août les taux à 10 ans remontent marche après marche (autour de 3,1 % au moment où nous écrivons ces lignes).

Reste enfin la question des résultats d'entreprises. La période de publication est désormais terminée et les rachats d'actions d'entreprises cotées de leurs propres titres sont de nouveau possibles. Sur le marché américain ces montants sont évalués à 5 milliards par jour, ils constituent un élément favorable, il est néanmoins intégré par les marchés. L'effet de surprise positive lié à la micro-économie très significatif en juillet est derrière nous ; le facteur «micro» devrait rester neutre jusqu'aux publications du troisième trimestre.

## En guise de conclusion

**Les marchés oscillent entre des périodes dominées par la peur de perdre et d'autres dominées par l'envie de gagner. «Fear and Greed» disent nos amis Anglo-Saxons qui ont le sens de la formule... Juillet marque la fin d'une période de crainte excessive. Août est un mois de transition, attention à ne pas laisser le balancier aller trop loin et tomber dans le «Greed». La vigilance reste de mise et les très forts rebonds peuvent aussi être propices à des prises de bénéfices... Le combat contre l'inflation mené par la Fed n'est pas terminé. On attend le sommet de Jackson Hole et le prochain FOMC sans pessimisme excessif mais conscient que le rallye d'été laisse peu de place à la moindre déception.**

## 2. MARCHÉS DE TAUX

### PAS DE SURPRISE À JACKSON HOLE.

#### Economie (encore) résiliente mais inflation toujours trop élevée

En début de mois, la publication des chiffres de l'emploi US et de l'inflation ont surpris positivement les marchés actions et crédit, confirmant la bonne tenue d'une économie soutenue par la fermeté actuelle du marché du travail et la résilience de la consommation. Malgré ces chiffres encourageants, la Fed n'a pas encore gagné son combat contre l'inflation, celle-ci étant encore bien plus élevée que son objectif de 2%. Les déclarations de Jerome Powell, président de la Fed, lors du symposium de Jackson Hole, ont confirmé les déclarations préalables de certains membres de la Fed, soit la volonté de rendre la politique monétaire de la Fed plus restrictive jusqu'à ce que son objectif de stabilité des prix soit atteint même si cela doit se faire au détriment de l'emploi. Ainsi, de nouvelles hausses de taux sont à prévoir d'ici décembre qui, conjugué à une accélération du programme de réduction de la taille de son bilan, va conduire l'économie à ralentir plus tôt que prévu et augmenter le risque de récession. Dans ce contexte, le 10 ans US, qui s'affichait à 2,65% fin juillet, est remonté au-dessus des 3%, la courbe 2-10 ans restant inversée. Même s'il est difficile de savoir si le pic des taux longs a été atteint, la volatilité des marchés va persister tant que les pressions inflationnistes ne seront pas maîtrisées.

#### La BCE dans le sillage de la Fed

Avec la persistance d'une inflation élevée, la BCE va poursuivre son cycle de hausse des taux, même si le risque croissant de récession dans la zone Euro (Allemagne et Italie en tête) pourrait obliger la BCE à terminer celui-ci plus tôt que prévu.

Les récents commentaires de la BCE à la suite de la publication des chiffres d'inflation ont fait grimper particulièrement, la partie courte des taux européens, entraînant la sous-performance des marchés européens sur le mois. La publication des indices des directeurs d'achat dans la zone Euro a montré un net fléchissement de l'activité globale, qui laisse présager d'une contraction de la croissance d'ici la fin de l'année. Avec l'assombrissement des perspectives économiques lié à la hausse de l'inflation et aux craintes de coupure énergétique l'hiver prochain, la BCE va devoir réévaluer à un certain point la conduite de la normalisation de sa politique monétaire.

#### Stratégie de taux

Les incertitudes restant élevées, nous n'avons pas changé notre positionnement en vue d'une stabilisation voire une décrue des taux longs à court terme. Du côté des crédits, nous continuons de privilégier une approche prudente et sélective. Dans l'attente de la poursuite du ralentissement des principaux indicateurs économiques, nous tablons sur un rebond de la volatilité et un nouvel épisode d'écartements des spreads qui devraient nous fournir des belles opportunités d'investissements. Dans cet environnement, nous restons investis en crédits de première qualité en privilégiant la partie court terme (2 à 3 ans) et envisageons d'augmenter modérément la durée en fonction de l'évolution des marchés et du comportement des banques centrales.

# 3. MARCHÉS ACTIONS

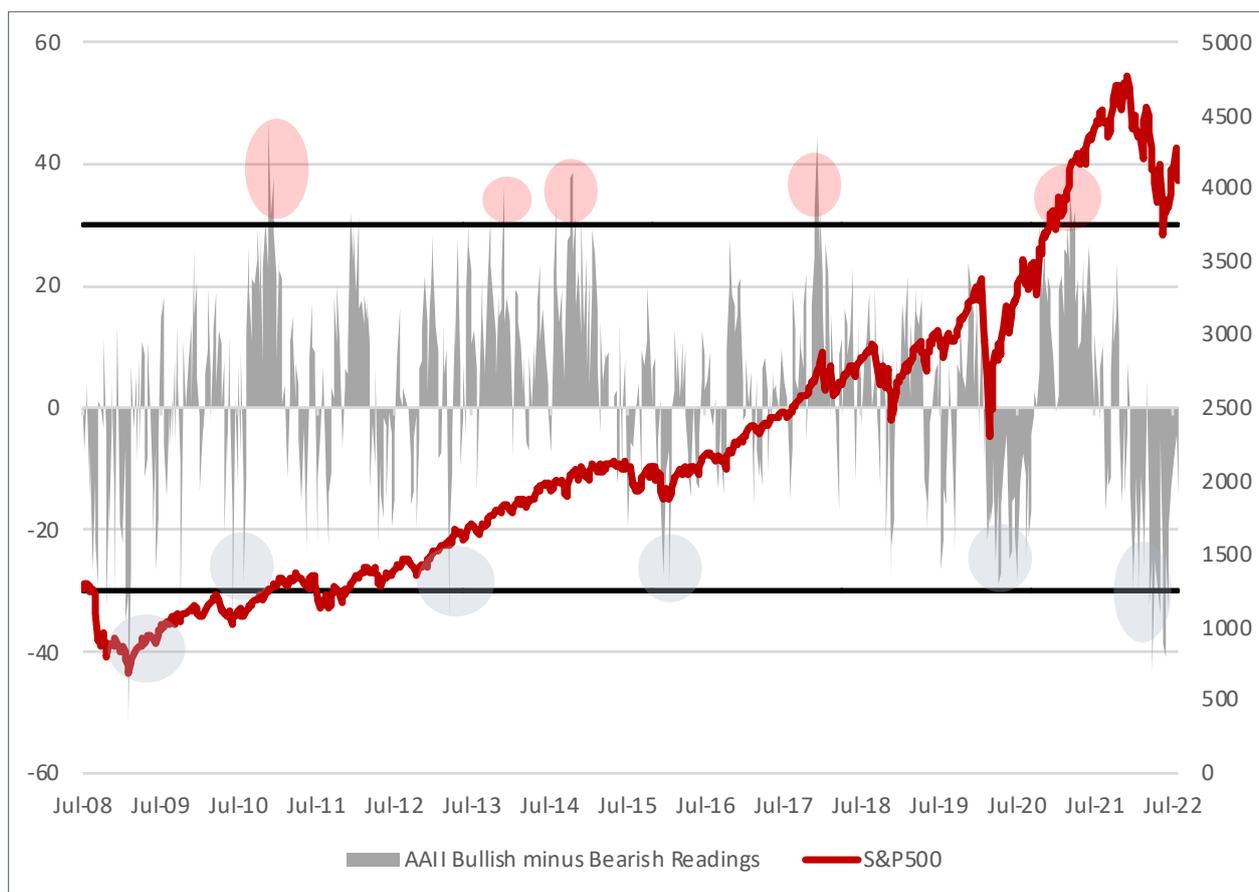
## L'HEURE DE FAIRE UNE PAUSE ?

**Après le rebond historique du mois de juillet, le mois d'août s'avère plus chahuté. Le début de mois s'inscrit dans le prolongement de Juillet avec des marchés actions qui demeurent portés par des publications trimestrielles globalement de bonne facture. La publication d'une hausse des prix à la consommation moins forte qu'en juin nourrit les espoirs d'avoir atteint un point haut sur l'inflation et ceux de voir la Réserve fédérale adopter une attitude plus accommodante.**

### Vers un pivot de la FED ?

Sur ce dernier point, le discours sans ambiguïté de Jérôme Powell lors du symposium de Jackson Hole a douché les espoirs en réaffirmant qu'il faudrait une baisse plus notable et durable de l'inflation pour que la Fed infléchisse sa politique et que la hausse des taux d'intérêt allait se poursuivre quitte à produire certains dommages sur l'économie américaine. Il n'en aura pas fallu beaucoup plus pour déclencher une baisse de 3% du S&P500 sur une seule séance et effacer ainsi les gains du mois d'août.

G2: ÉCART ENTRE INVESTISSEURS «HAUSSIERS» ET «BAISSIERS» VS. S&P500



Source: AII, Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Si le pivot de la FED risque de tarder à se manifester, on ne peut pas en dire autant de la Banque populaire de Chine qui a décidé quant à elle d'abaisser deux de ses principaux taux directeurs pour la 2<sup>e</sup> fois cette année, dans un mouvement destiné à soutenir un secteur immobilier toujours confronté à de sérieuses difficultés, mais qui participe aussi à rassurer les investisseurs et permet aux marchés chinois – et en particulier ceux des sociétés listées sur un marché domestique – de se stabiliser après un mois de juillet plutôt à contre courant des autres grands marchés actions internationaux.

## Retournement du sentiment de marché

Si la bonne saison de résultats et l'espoir d'un pivot de la FED sont les raisons fondamentales derrière le revirement des marchés actions constaté depuis la fin juin, le sentiment extrêmement déprimé et le positionnement plutôt «léger» en actions des investisseurs expliquent quant à eux l'ampleur inédite du rebond. Si ces indicateurs «contrarian» pouvaient donner il y a encore quelques mois des raisons d'espérer un rebond technique, les signaux envoyés par ces indicateurs sont aujourd'hui beaucoup moins tranchés. Le VIX, l'indice de la peur, repasse sous la barre des 20% début août et alors que seulement 19% des investisseurs interrogés fin juin se déclaraient «haussiers» à la fin juin contre près de 60% d'investisseurs baissiers, ce sont respectivement 27% et 42% des investisseurs interrogés qui se déclarent haussiers et baissiers à la fin août (cf. graphique 1)...

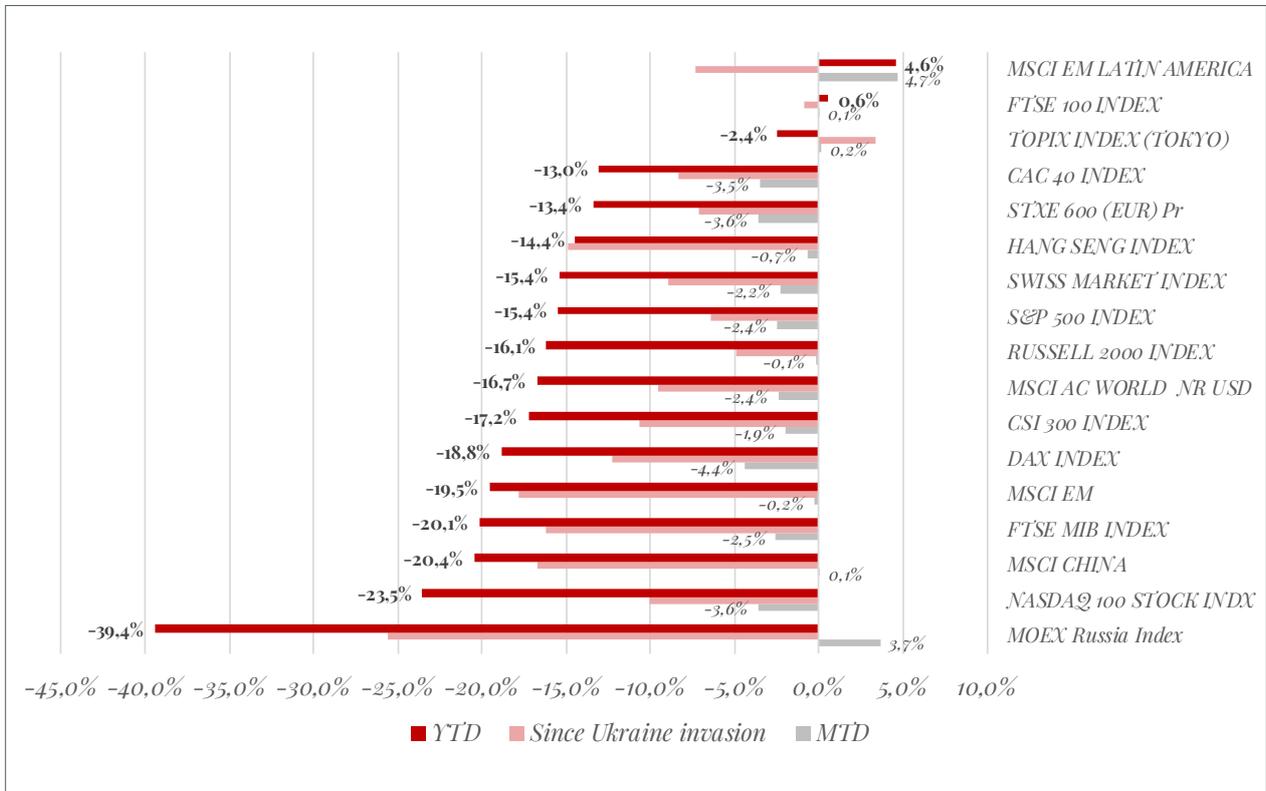
## Marchés actions et élections du Mid Term.

Parlant de facteurs techniques, difficile de ne pas évoquer le comportement du S&P500 associé traditionnellement à l'année de l'élection du mid term. De ce point de vue, l'année 2022 confirme la réputation de l'année du mid term comme celle la plus difficile sur le plan boursier du cycle présidentiel... Avec l'inflation la plus élevée depuis 40 ans et une économie qui ralentit, reste à voir si l'*Inflation Reduction Act* voté à la mi-Aout sera suffisant pour permettre aux Démocrates de maintenir leur faible majorité au Congrès. Avec 437 mds, le plan se révèle bien loin des ambitions du Build Back Better Act (USD 2200 mds), mais favorise l'investissement dans le renouvelable et vise également à favoriser la production d'énergie domestique. Cela demeure léger mais reste néanmoins un facteur de soutien. Si l'année du mid term est réputée difficile sur le plan des performances, le rally qui suit les élections est aussi un classique du genre reste à voir si une majorité républicaine moins décidée à taxer sociétés et riches ménages pourrait en être le catalyseur.

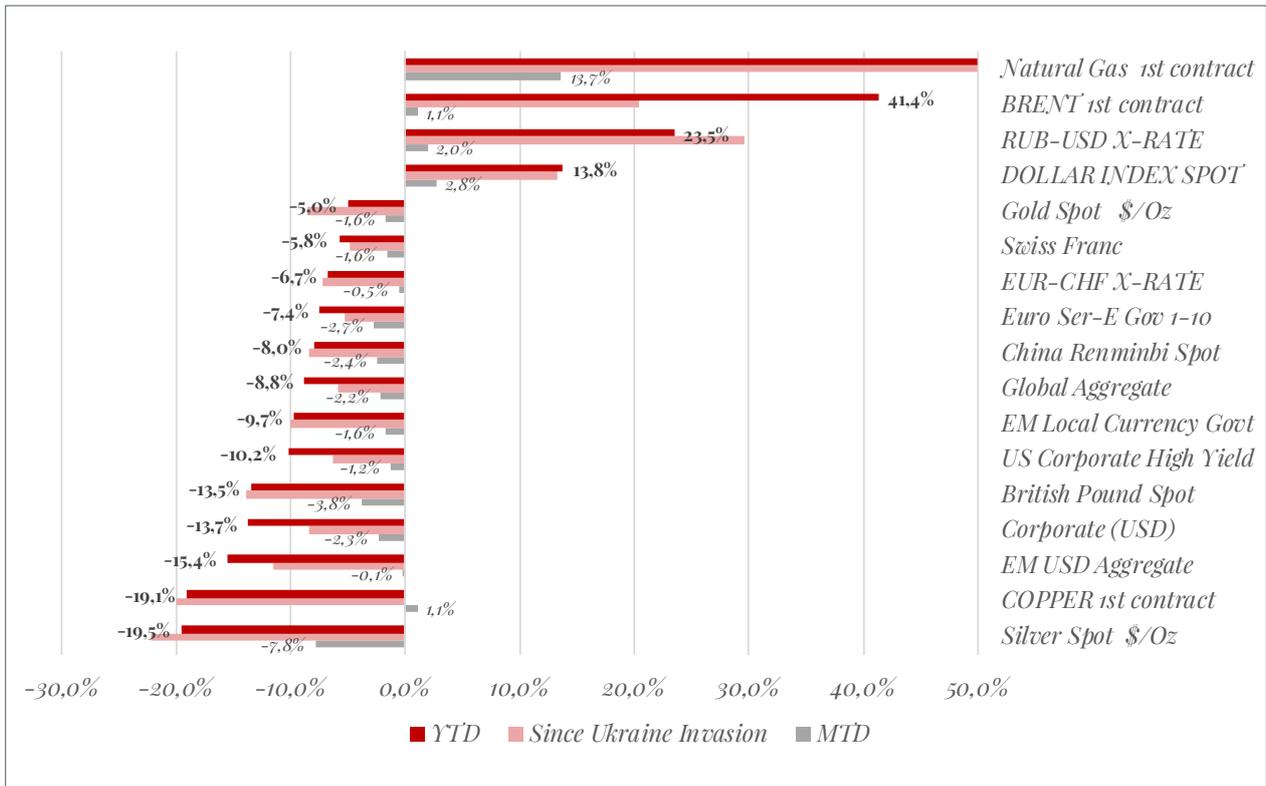
**Avec une période calme pour les sociétés et un pivot de la FED qui risque de tarder à se matérialiser, ainsi qu'un sentiment des investisseurs moins extrême, la prudence reste de mise, d'autant que les élections pourraient constituer une nouvelle source de volatilité dans une année qui n'en manque pas...**

# 5. PERFORMANCES

## PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



## PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIERES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 29/08/2022

\*.Natural Gas +120% YTD.

## 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

**Marc Craquelin**

**Eric Vanraes**

**Pascal Perrone**

**David Haynal**

**Edouard Bouhyer**

### Achévé de rédiger

**le 29/08/2022**

### Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch