



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
FÉVRIER 2022

SOMMAIRE

FÉVRIER 2022

1. Editorial

Janvier au régime sec!

2. Marchés de taux

Colombes chinoises et faucons américains.

3. Marchés actions

Que penser de l'effet «janvier» sur les marchés actions?

4. Allocation d'actifs

5. Performances

1. ÉDITORIAL

JANVIER AU RÉGIME SEC !

L'année 2022 vient à peine de débuter, mais déjà elle s'annonce bien différente de 2021 : baril de WTI à \$88 qui continue son ascension, taux US à 10ans qui est passé de 1.50 % à 1.80 %, Nasdaq en baisse de 8.50 %, SPACs – ces coquilles vides listées en Bourse pour réaliser des acquisitions – en baisse de 12 %, récentes IPOs – sociétés introduites en bourse – en chute de 20 % et Bitcoin en baisse de près de 20 %.

Comment analyser ces événements ?

La première clé est celle du spectre inflationniste. Avec des prix à la consommation en hausse de 7.0 % aux Etats-Unis, le sujet devient politiquement brûlant particulièrement en année électorale. A court terme, peu d'arguments militent pour un tassement de ces pressions inflationnistes : Les effets de base sur les prix des matières premières devraient se lisser mais pas avant le 2nd semestre, les salaires devraient eux bénéficier de la pénurie de main d'œuvre dans certains secteurs et les disruptions causées par le COVID devraient continuer de perturber le jeu. Dans cet environnement, la FED n'a d'autre option que de confirmer son biais « hawkish » : Après l'accélération du Tapering, ce sont les questions sur le nombre de hausses de taux (jusqu'à 5 ?) en 2022 et la possible réduction du bilan qui deviennent centrales... L'avenir nous dira si la FED aura l'opportunité de se montrer aussi dure, mais les craintes sont bien là.

La deuxième clé de lecture est celle des taux longs et de leur impact. En passant de 1.50 % à 1.80 %, le 10 ans US est à peine revenu sur son niveau de février 2020 avant la crise COVID et flirte tout juste avec celui de mars 21.

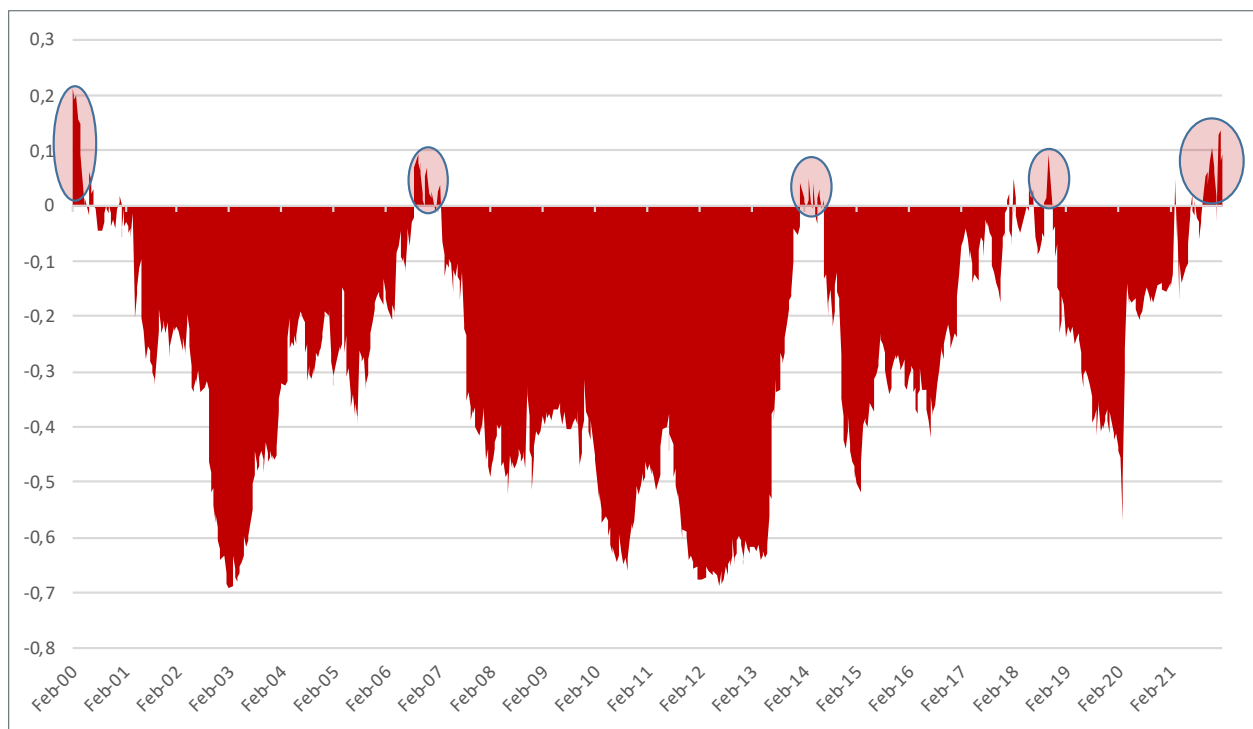
Si cette hausse pourrait se poursuivre, nous pensons néanmoins qu'elle devrait néanmoins rester limitée, tant le surcroît de dette engendré par la crise COVID semble peu compatible avec une remontée forte des taux longs. Cette hausse, bien que modeste, suffit néanmoins pour déclencher un violent repricing sur de nombreuses classes d'actifs. Plus que le durcissement des conditions financières représenté par la hausse des taux longs, c'est ce repricing qui interpelle.

Après les années « croissance only » de l'après 2008, les portefeuilles doivent désormais refléter une plus grande disparité de style, un exercice rendu difficile par la forte représentation des valeurs de croissance dans les indices mondiaux et les portefeuilles après près de 15 ans de domination.

La corrélation devenue positive entre marchés d'actions et d'obligations (cf. graphique 1) met en lumière les limites rencontrées par les modèles traditionnels d'allocation. Si la remontée des taux longs ne constitue pas en soi un sujet d'inquiétude pour les grandes valeurs croissances peu ou pas endettées et véritables machines à cash, elle se traduit par une augmentation du taux d'actualisation plus problématique pour celles non-profitables et uniquement valorisées sur leurs perspectives futures. Cela a aussi pour effet de rappeler que la hausse récente résulte pour certaines valeurs plus d'une augmentation des multiples de valorisation que de la croissance des bénéfices.

Comme nous l'indiquions dans notre précédente lettre, après les années « croissance only » de l'après 2008, les portefeuilles doivent désormais refléter une plus grande disparité de style, un exercice rendu dif-

GRAPHIQUE 1 : CORRELATION 52 SEMAINES GLISSANTES
NASDAQ 100 / BLOOMBERG US TREASURIES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza Janvier 2000 - Janvier 2022

ficile par la forte représentation des valeurs de croissance dans les indices mondiaux et les portefeuilles après près de 15 ans de domination. L'année 2022 devrait aussi faire la part belle à la gestion active.

Le mois de janvier nous conforte aussi dans l'idée que la Chine conserve son rythme propre. En baissant à la marge, le taux de ses opérations de REPO, la Banque Centrale de Chine se montre accommodante et à contre-courant de la FED, une position justifiée par la volonté de piloter l'atterrissage en douceur du secteur immobilier. Autre secteur sous pression l'année passée, les champions chinois de l'internet pourraient jouir d'un certain répit cette année. Il n'est pas surprenant de voir les actifs chinois découpler du reste du monde : marchés obligataires chinois qui font partie des rares segments obligataires dans le vert en 2022, valeurs chinoises cotées à Hong Kong quasiment à l'équilibre. Une zone qu'il conviendra aussi de privilégier dans les portefeuilles.

Les premières semaines de 2022 viennent confirmer la tendance que nous pressentions à savoir celle d'un environnement plus volatil et plus ouvert en termes de leadership géographique, mais aussi en matière de styles et de secteurs. Si le cadre macro devrait rester porteur, il faudra apprendre en 2022 à être plus sélectif et prudent comme nous le rappellent ce mois de Janvier agité et la résurgence du risque géopolitique avec les tensions en Ukraine.

2. MARCHÉS DE TAUX

COLOMBES CHINOISES ET FAUCONS AMÉRICAINS.

Des minutes indigestes et 7 % d'inflation

Les minutes du FOMC de décembre ont révélé que la Fed envisageait, une fois terminé le tapering fin mars, de commencer à réduire la taille de son bilan (Quantitative Tightening). Les marchés de taux ont mal réagi mais nous restons convaincus que des taux longs significativement plus élevés sont difficiles à imaginer tant ils seraient difficilement supportables. Deux exemples parmi tant d'autres : les valeurs de croissance et l'immobilier (hausse des taux hypothécaires). Les taux longs US sont tout de même particulièrement résistants. S'ils ont glissé d'une trentaine de points de base depuis fin décembre, c'est uniquement dû au fait que les minutes de la Fed de décembre envisageaient un Quantitative Tightening. L'indice d'inflation CPI s'est affiché à 7 %, un record, mais les marchés n'ont pratiquement pas bougé. Nous avons réduit en janvier notre risque «spreads» pour mieux revenir dessus au moindre écartement significatif.

La Chine à contre-courant

Le ralentissement chinois pressenti fin 2021 se précise et la banque centrale (la PBoC) baisse ses taux. Il s'agit d'un premier pas puisque les perspectives de croissance demeurent mitigées, entre baisse de la demande et poursuite des problèmes dans le secteur de l'immobilier. Symboliquement, ce geste est fort car il s'agit de la première baisse de taux depuis mars 2020. Ensuite, cette attitude s'inscrit en contradiction avec l'attitude des autres banques centrales, la Fed en premier lieu, qui prennent un tournant résolument inverse pour briser l'inflation.

Nous analysons les politiques de banques centrales à l'échelle mondiale : les politiques plus restrictives mises en place un peu partout dans le monde seront «compensées» par l'attitude ultra-accommodante de la Chine.

La PBoC baisse ses taux. Symboliquement, ce geste est fort car il s'agit de la première baisse de taux depuis mars 2020.

La Fed à la croisée des chemins

La première réunion de la Fed, mercredi 26 janvier était un événement majeur tant la banque centrale américaine était attendue au tournant. Trop laxiste depuis l'été 2021, peut-être trop agressive aujourd'hui, elle a semé la confusion dans les esprits. Jerome Powell a une fois de plus déçu avec une communication défaillante. Nous aurions souhaité un discours plus clair et un peu moins agressif, ouvrant la porte à une première hausse de taux de 50bp (au lieu de 25) le 16 mars assorti d'une communication adoptant un mode «wait and see» pour quelques mois. Avec la possible normalisation de l'inflation au 2nd semestre, c'est la croissance et l'état général de l'économie qui vont redevenir le point central de l'échiquier. L'attitude de la Fed devient un risque insupportable et pourrait, de surcroît, obliger les Chinois à en faire trop dans l'autre sens.

3. MARCHÉS ACTIONS

QUE PENSER DE L'EFFET « JANVIER » SUR LES MARCHÉS ACTIONS ?

Après un mois difficile pour les actions mondiale, l'effet «janvier», cette anomalie de marché bien connue des boursiers et qui se traduit généralement par des performances supérieures à la moyenne le premier mois de l'année, semble bien loin. En effet, les marchés boursiers affichent dans leur ensemble une forte baisse en ce début d'année, alors que les attentes des investisseurs sont rapidement passées d'un ajustement bénin de la politique monétaire à celui d'un cycle de hausse brutal de la Réserve fédérale.

Ce qui avait commencé comme un modeste ajustement du prix des actions en réponse à une hausse des rendements obligataires (de 1,5 % à 1,87 % sur le taux US à 10 ans en milieu de mois), s'est finalement transformé en un mouvement de correction plus large dans une séquence «risk-off», elle-même confirmée par un regain d'intérêt pour les valeurs refuges typiques (y compris par un léger revirement initial des rendements longs).

Sans surprise, cette correction a été particulièrement pénible pour les valeurs de croissance fortement valorisées, et voire carrément horrible pour certains «concept stocks». Quant aux partisans des crypto-monnaies, ils ont été particulièrement secoués dans un contexte où les anticipations de réduction de la liquidité et de hausse de taux ont impacté très négativement les crypto-monnaies, le tout alors que l'or, fidèle à son statut de valeur refuge, s'est montré particulièrement résilient. Le regain de volatilité est impressionnant, comme l'illustre la variation intraday du S&P500 sur la séance du 24 janvier (de -3.9 % à +4.4 % sur une séance).

Dans cet environnement post COVID avec une inflation de base plus élevée, le mécanisme de découverte et de formation des prix se déroule de manière plutôt dramatique.

Vers la disparition du Fed Put ?

Dans ce contexte, la conférence de presse de Jérôme Powell du 26 janvier a plutôt fait l'effet d'une douche froide que d'un message réconfortant. En soulignant les tensions sur le marché de l'emploi, le dynamisme de l'économie et l'inflation persistante, le président de la FED a fait tout son possible pour différencier le cycle actuel du précédent, ouvrant ainsi à la porte à une normalisation plus rapprochée dans le temps, et peut-être plus rapide.

Il a également cherché à se distancier des mouvements erratiques des marchés financiers en réaffirmant être focalisé sur «l'économie réelle» et sur la nature anticipative des conditions financières qu'il a jugé «adéquates».

A l'instant présent, les marchés financiers demeurent suspendus aux lèvres de M. Powell et cherchent à appréhender implicitement à quel niveau de valorisation tout ceci sera «intégré» dans les cours.

Pour mémoire, en 2018 c'est ce même Jerome Powell, réputé alors être plus faucon que colombe qui avait été contraint à un complet revirement de sa politique monétaire face à l'effondrement des marchés financiers et au tassement de la croissance économique. Ce même revirement qui s'était accompa-

gné d'un fort rallye des actions en 2019. A ce fait d'armes s'ajoute sa capacité d'intervention décisive en mars 2020 qui a encore renforcé son crédit auprès des investisseurs haussiers.

Cependant, son pivot hawkish exprimé en décembre et confirmé ce mois-ci, questionne quelque peu les investisseurs sur le fameux «Fed Put», et souligne l'accent mis aujourd'hui sur la problématique inflationniste. A l'instant présent, les marchés financiers demeurent suspendus aux lèvres de M. Powell et cherchent à appréhender à quel niveau de valorisation tout ceci sera «intégré» dans les cours.

Dans une optique constructive, il nous semble que si la Fed cherche à différencier les cycles de taux actuels et passés, les investisseurs en actions devraient envisager d'en faire autant. En effet, la croissance de l'activité économique demeure l'un des facteurs clés de la progression potentielle des chiffres d'affaires des sociétés, et un facteur qui devrait permettre l'absorption de certaines pressions sur les coûts et limiter ainsi l'impact sur les marges. Et si certains des paris boursiers gagnants de ces dernières années, risquent de continuer à souffrir, la phase de marché actuelle pourrait offrir de nouvelles opportunités telles qu'un rebond des valeurs décotées, des financières, des valeurs énergétiques et industrielles, ainsi que de plus en plus des valeurs de la Santé. Autant d'arguments qui militent pour la poursuite de la surperformance du Vieux Continent !

Dans la perspective du resserrement monétaire, les facteurs clés demeurent la sélectivité et la discipline en matière de valorisation. Comme le démontrent encore les premières publications trimestrielles, certaines entreprises continuent d'être de formidable machine à créer de la valeur pour leurs actionnaires et demeurent des acteurs indispensables de nos modes de vie de plus en plus digitalisés. Alors que dans un contexte de forte nervosité, la moindre déception est chèrement sanctionnée pour les «high flyers», – comme en atteste la baisse de 20 % de Netflix sur une seule séance – d'autres, telles que Microsoft, continuent de se distinguer via une croissance rentable et soutenue et par leur opportuniste en matière d'acquisitions, comme illustré avec leur offre sur Activision. Plus que jamais, l'importance des fondamentaux redevient primordiale et la gestion active pourrait tirer son épingle du jeu dans une année 2022 riche en volatilité.

4. ALLOCATION D'ACTIFS

ACTIONS

L'environnement macro demeure favorable mais appelle à plus de sélectivité : Croissance économique forte mais en ralentissement, soutien budgétaire toujours important et politiques monétaires accommodantes (moins aux Etats-Unis, plus en Chine), résurgence du risque inflationniste et géopolitique. Nous maintenons donc notre vision neutre sur la classe d'actifs mais en affirmant nos choix géographiques et en ajustant notre positionnement tactique en ayant renouvelé en décembre nos protections de type put spread. Sur le plan géographique, nous continuons de favoriser les actions chinoises qui offrent des perspectives de croissance et une valorisation attractive et devraient bénéficier en 2022 d'un soutien plus marqué de la part des autorités chinoises. Hors dérapage géopolitique en Ukraine, les actions européennes nous semblent aussi présenter un potentiel intéressant eu égard au décalage de la zone en termes de politique monétaire et budgétaire, ainsi qu'en raison de la plus forte représentation des valeurs décotées au sein de la côte européenne. En termes de thèmes d'investissement, nous continuons de privilégier une stratégie Barbell qui consiste à associer quelques valeurs de croissance séculaire mais sans excès de valorisation à des thématiques cycliques ou décotées.

OBLIGATIONS

Nous continuons d'être sous-exposé sur cette classe d'actifs et d'y demeurer très sélectifs. La remontée des taux longs et leur corrélation positive avec les marchés d'actions ont pour conséquence de limiter l'attrait et le potentiel de diversification des marchés de taux. La forte sensibilité aux risque taux des segments Investment Grade et le faible niveau des spreads crédit militent également pour une approche prudente sur le crédit. Nous continuons de privilégier les gérants ayant la faculté de se mouvoir dans cet environnement de taux compliqué via une gestion active du risque de taux ou par une approche sélective sur le crédit. Enfin nous continuons

de privilégier dans nos portefeuilles les obligations IG domestiques chinoises, qui permettent une indexation à la devise chinoise et qui demeurent une zone où les rendements réels sont positifs.

MATIÈRES PREMIÈRES

La poursuite de la normalisation économique en 2022, de même que l'offre contrainte par des décennies de sous-investissement devraient continuer de soutenir le cours matières premières énergétiques avec potentiellement plus de volatilité à attendre et plus de vigilance à l'égard de la politique de l'OPEP+. Si l'Or conserve son attrait comme valeur refuge et en actif de diversification, la perspective de taux réels moins négatifs pourrait peser sur le cours de l'Or en 2022. Dans ce cadre, les stratégies de ventes d'options qui permettent de monétiser la volatilité sur l'Or trouvent leur intérêt.

INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

Dans un contexte de faiblesse des rendements obligataires, les investissements alternatifs continuent de présenter un potentiel de diversification intéressant. Sur ces stratégies, la sélectivité reste également de mise et nous continuons de privilégier les stratégies les plus liquides et la simplicité des approches.

DEVISES

Dans un environnement où le pivot hawkish de la FED s'affirme, nous conservons le biais haussier sur l'USD contre EUR. Cette position se justifie compte tenu du caractère de valeur refuge joué par l'USD contre EUR dans un contexte marqué par la résurgence du risque politique. Parallèlement à cela, nous maintenons aussi un biais haussier sur le CNY, qui est l'une des rares devises à s'être apprécié contre USD l'année passée. Sur l'EUR/CHF, compte tenu le niveau atteint par l'EUR contre CHF en fin d'année passée, nous maintenons le léger biais long EUR dans nos profils CHF.

TABLEAU D'ALLOCATION D'ACTIFS

Nos vues	--	-	0	+	++
Actions					
Etats-Unis					
Europe					
Suisse					
Japon					
Chine					
Emergents Globaux					
Obligations					
Obligations gouv. USD					
Obligations gouv. EUR					
Obligations indexées inflation					
Crédit IG EUR					
Crédit HY EUR					
Crédit IG USD					
Crédit HY USD					
Dette émergente					
Obligations Convertibles					
Matières premières					
Energie					
Métaux industriels					
Métaux Précieux					
Investissements alternatifs					
Devises					
JPY / USD					
EUR / USD					
CHF / USD					
EUR / CHF					

-- Vue très négative sur la classe d'actifs

- Vue négative

0 Vue neutre

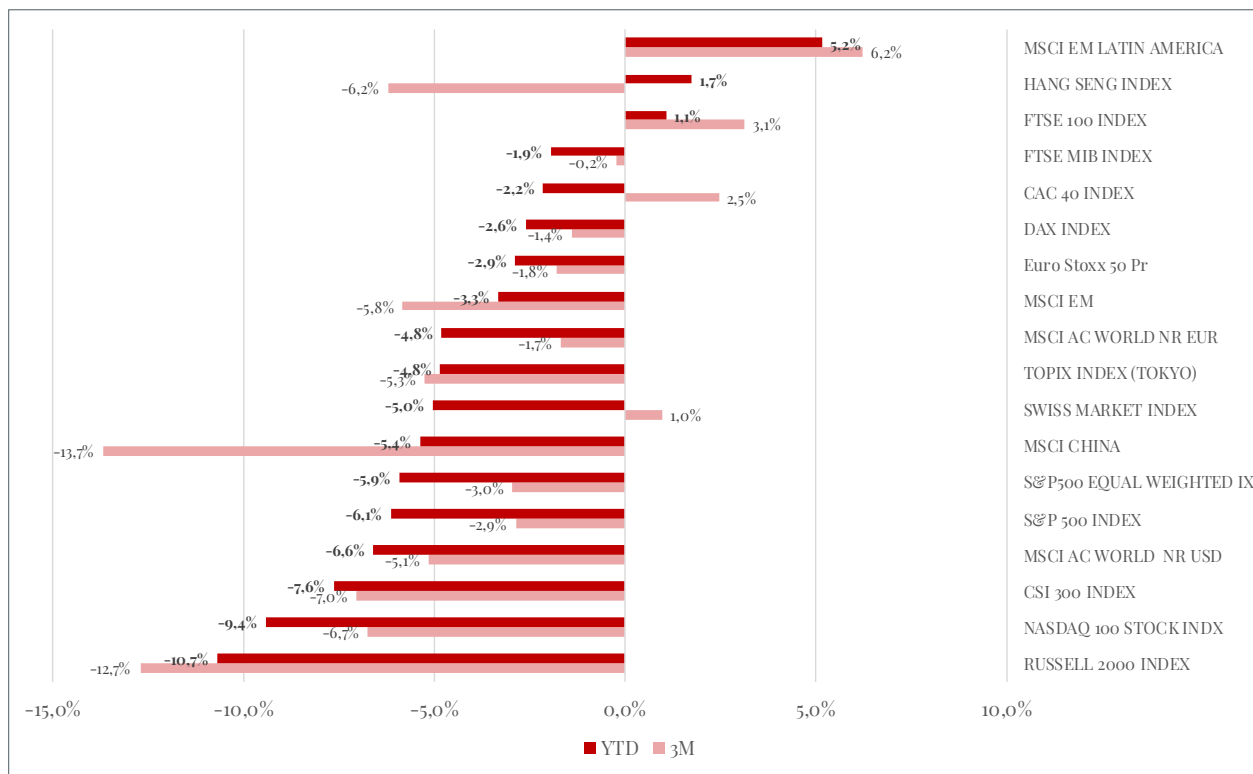
+ Vue positive

++ Vue très positive

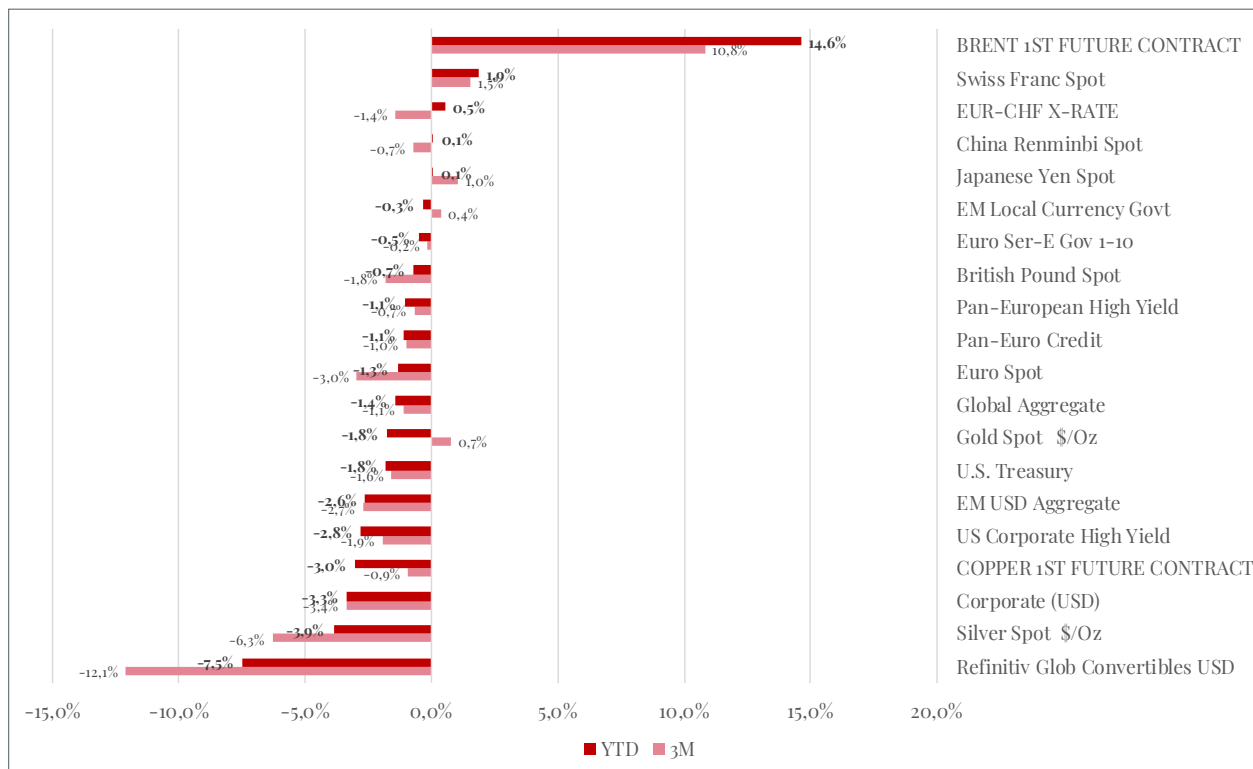


5. PERFORMANCES

PERFORMANCES ACTIONS EN DEVISES LOCALES



PERFORMANCES OBLIGATIONS, DEVISES ET MATIÈRES PREMIÈRES



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 31/01/2022

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 31/01/2022

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch