

BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
JUN 2025

SOMMAIRE

JUIN 2025

1. Editorial

Un pas en avant, deux pas en arrière

2. Marchés de taux

Tsunami sur les taux longs

3. Marchés actions

Résilience

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

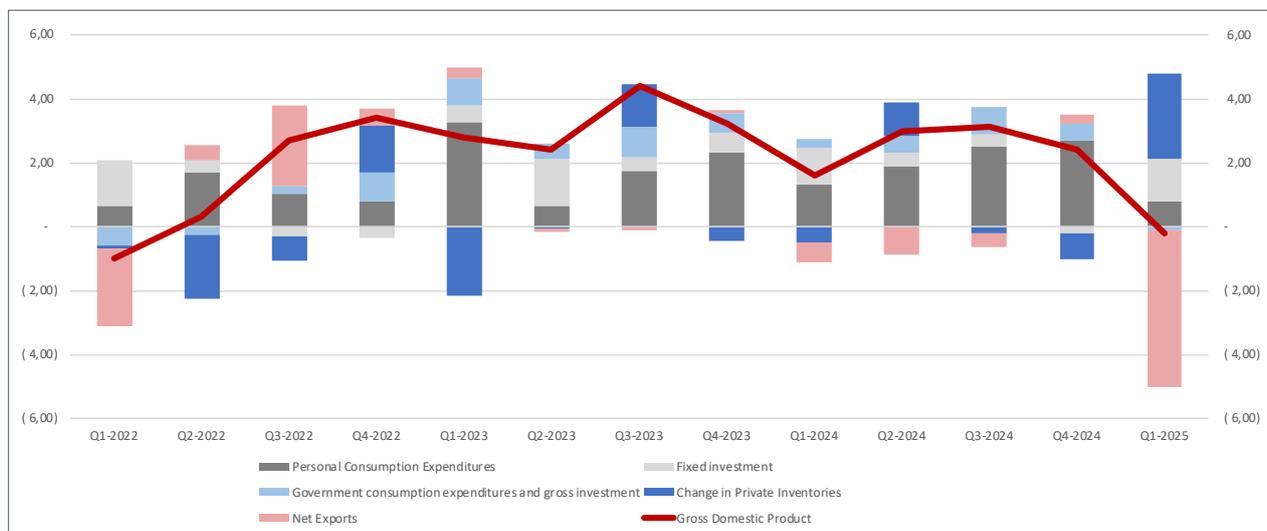
UN PAS EN AVANT, DEUX PAS EN ARRIERE...

C'est ainsi que l'on pourrait résumer la séquence actuelle. Rappelons-nous que le 2 avril, Donald Trump a choqué le monde en décidant d'implémenter de manière unilatérale des droits de douane universels sur les biens importés aux Etats-Unis : Les îles Heard & Mac Donald bien qu'habitées uniquement par des colonies de pingouins n'y ont pas échappé, la Russie de V. Poutine plus chanceuse fait figure d'absente dans cet inventaire à la Prévert.

A l'époque, il n'avait fallu qu'une semaine pour que Donald Trump sous la pression des marchés et de certains membres clés de son administration comme son secrétaire au Trésor Scott Bessent ne décide une pause de 3 mois. Il faut dire qu'avec des taux longs américains qui commençaient à prendre leur envol l'alerte avait été sérieuse. A l'époque, seule la Chine engagée dans un bras de fer commercial avec les Etats-Unis n'avait pu bénéficier de cette

pause. Pour cela, il aura fallu attendre début mai et une rencontre au sommet à Genève et qui aura abouti sur une baisse réciproque de 115 % des droits de douane entre les deux pays pour les trois prochains mois : Les exportations américaines à destination de la Chine sont désormais taxées à hauteur de 10 %, celles de la Chine vers les Etats-Unis à hauteur de 30 %. A noter, cette baisse ne s'applique pas aux tarifs douaniers déjà en place avant le «Liberation Day». Il n'en a pas fallu beaucoup plus pour permettre aux marchés actions de continuer leur rebond. A la fin du mois, le S&P500 n'est plus qu'à 5 % de son point haut, le STOXX600 en Europe à 3 %, des chiffres qui ont de quoi laisser perplexe. Rappelons que cette détente commerciale n'est que temporaire et que faute d'accord au bout des trois mois, ce sont les droits de douane précédemment annoncés qui seront appliqués. Le caractère imprévisible de Donald Trump et l'utilisation des droits de douanes sur de multiples sujets participent au climat d'incertitudes.

G1 : PIB US et ses différentes composantes



Source : Bloomberg, NBER

Les Européens ont pu en faire l'expérience brièvement : Menacés de 50 % de droits de douane au 1^{er} juin avant qu'un appel téléphonique entre Ursula Von der Leyen et Donald Trump ne permette un retour au statu quo d'avant. Ironie de l'histoire au moment où nous écrivons ces lignes, les juges du Tribunal américain du Commerce International viennent d'invalider les tarifs annoncés lors du « Liberation Day » au motif qu'ils auraient nécessité l'aval du Congrès. Si les recours sont loin d'avoir été épuisés, cet épisode souligne que le pic des tensions commerciales est sans doute derrière nous.

La publication des chiffres du PIB au T1 a permis aussi de se rendre compte des perturbations engendrées par la politique protectionniste américaine et de la fragilité de la situation. Avec un recul de 0.3 % en données annualisées de l'activité économique au 1^{er} trimestre, le chiffre en soi n'a rien d'enthousiasmant mais c'est surtout l'impact du commerce extérieur qui interpelle et coûte plus de 4 points de croissance sous l'effet d'une augmentation drastique des importations. Cette dégradation reflète la décision d'un certain nombre d'agents économiques de « front-runner » l'application de droits de douane et se traduit aussi par une augmentation forte des stocks. Alors que la pause dans l'implémentation de droits de douane court toujours, il y a fort à parier que les perturbations devraient perdurer au second trimestre, amplifiées potentiellement par des phénomènes de déstockage.

La remontée des taux longs américains demeure également un facteur de risque important et justifie aussi une certaine prudence. Alors que la pause annoncée le 09 avril avait permis de stabiliser les taux longs américains, ces derniers reprennent le chemin de la hausse en mai dans un contexte de défiance vis-à-vis de la dette américaine, phénomène amplifié par la faible demande lors de l'adjudication du 21 mai qui a pour effet de pousser le taux à 20 ans et 30 ans temporairement au-dessus de 5.0 %. Dans ce contexte, l'abaissement de la note de la dette souveraine américaine par Moody's n'aide pas non plus de même que la remontée des taux longs japonais qui rendent les obligations du Trésor américain moins attractives pour les institutionnels japonais. Alors que le Congrès s'apprête à voter le « Big Beautiful Bill » qui concrétise les promesses électorales de Trump, le sujet pourrait revenir rapidement sur le devant de la scène tant son coût est important (près d'USD 5 trilliards sur la prochaine décennie) et son financement reste pour le moins aléatoire.

Dans cet environnement pour le moins incertain, la prudence reste de mise à très court terme. La volatilité qui avait explosé en avril s'est rapidement normalisée, mais rien ne dit qu'elle ne connaîtra quelque soubresauts cet été. Le risque de dérapage des taux longs incite aussi à rester prudent. Les marchés américains sont restés sourds à la remontée des taux longs pour l'instant mais cette situation paraît peu tenable, d'autant qu'avec des multiples élevés et une croissance bénéficiaire en berne, ils semblent plus fragiles.

2. MARCHÉS DE TAUX

TSUNAMI SUR LES TAUX LONGS

Une Fed droite dans ses bottes

Jerome Powell a validé sans le nommer le scénario de stagflation. Il a en effet souligné que le risque de remontée simultanée du chômage et de l'inflation a augmenté tout en admettant que ce risque ne s'est pas encore matérialisé. En rappelant que la Fed a un double mandat (inflation maîtrisée et plein emploi) et que par conséquent elle surveille de près l'évolution de l'inflation et de la croissance, il justifie la position de la banque centrale. Ce que voit la Fed, c'est une économie qui ne ralentit pas, tout du moins d'après les hard data. Ce sont seulement les indices de sentiment (soft data) qui suggèrent un ralentissement et historiquement, il est déjà arrivé que hard et soft data n'étaient pas sur la même longueur d'onde. Si l'inflation Core envoie de bons signaux de décrue, les incertitudes liées à la politique de droits de douane sont tellement grandes qu'elles effacent les effets positifs constatés récemment, poussant la Fed à adopter une position de «wait and see». Enfin, concernant les taux, les niveaux actuels sont appropriés et la Fed veut se donner du temps pour avoir une vision plus claire de la situation. Dans ces conditions, le FOMC n'est pas en mesure de dire aujourd'hui s'il sera nécessaire de baisser les taux cette année.

Taux longs japonais, le canari dans la mine ?

Nous allons bientôt arriver à la mi-année et nous demandons ce que va nous réserver le second semestre. La stagflation est là et à court terme ce sera sans doute avec une dominante «craintes inflationnistes». Il va donc falloir évaluer le risque de changement de sentiment des marchés au profit d'un scénario «ralentissement suffisamment fort pour régler le problème d'inflation de lui-même». Cela signifie donc que les récentes tensions sur les taux US commencent à potentiellement offrir quelques opportunités d'investissement. Les taux longs américains sont en effet remontés brutalement lorsqu'une adjudication d'emprunts du Trésor à 20 ans s'est très mal passée. Au Japon, c'est également une adjudication de JGB 20 ans qui a mis le feu aux poudres. Nous n'avons pas assisté à une adjudication aussi catastrophique depuis... 1987! De nombreux observateurs s'accordent à conclure que cet épisode sonne la fin définitive de la longue période (depuis la grande crise de 2008) favorable aux investissements grâce à des taux bas qui permettaient de s'endetter à bon compte pour investir. Nous ne sommes pas aussi pessimistes car si les taux très longs (20 et 30 ans) ont subi une correction importante, la partie courte de la courbe a peu évolué. Aux Etats-Unis, le taux à 2 ans s'est stabilisé autour de 4%, le 5 ans à 4.1% (nous avons renforcé la position sur ce niveau) et le 10 ans à 4.5%. Et pendant que les investisseurs en duration élevée cédaient à la panique, nos dettes hybrides en euro atteignaient tranquillement un plus haut historique.

3. MARCHÉS ACTIONS

RÉSILIENCE

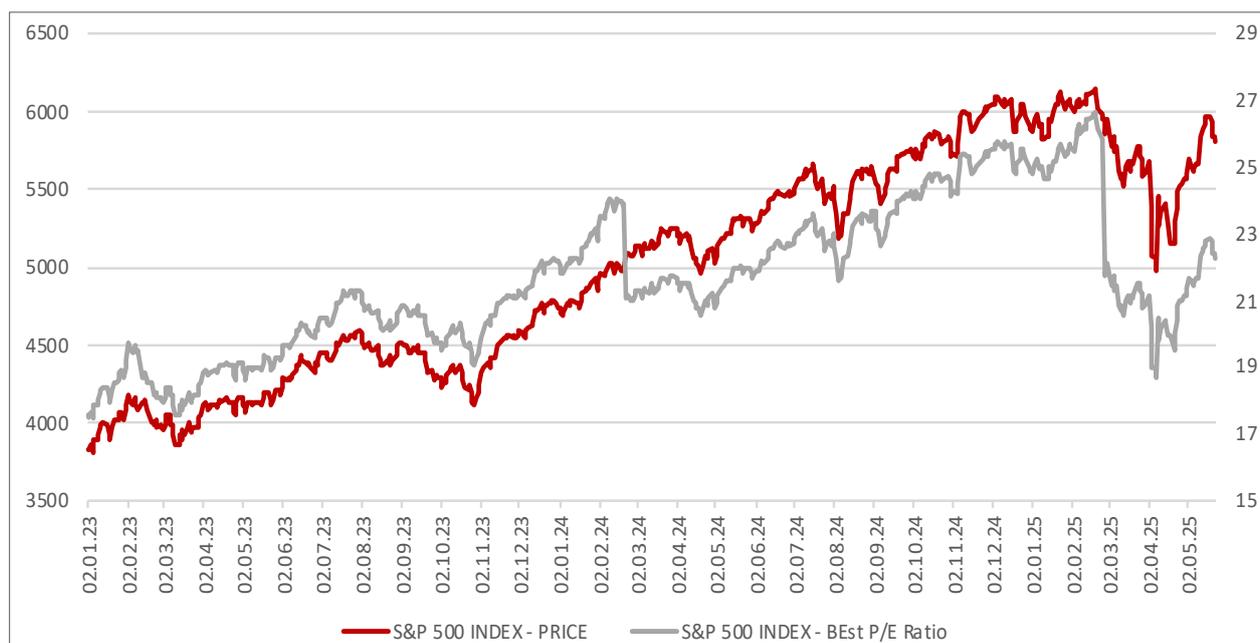
A celui qui n'aurait pas suivi les marchés actions depuis le début de l'année : Oui nous sommes quasiment au même niveau, proche des plus hauts historiques, il s'est pourtant passé beaucoup de choses ces 5 derniers mois ! Depuis l'investiture de Trump, c'est bel et bien une avalanche d'annonces et de décisions impactantes que le nouveau (et ancien) Président Américain fait subir au monde entier, tant sur le plan économique que géopolitique. Ce qui surprend le plus à l'heure actuelle c'est la résilience des marchés financiers.

Il est d'abord intéressant de bien comprendre ce que ce concept recouvre. Selon une définition courante : «La résilience est un phénomène psychologique qui consiste, pour un individu affecté par un traumatisme, à prendre acte

de l'événement traumatique de manière à ne pas, ou plus, vivre dans le malheur et à se reconstruire d'une façon socialement acceptable». Nous sommes bien en direction des plus hauts historiques, avec des multiples de valorisation (Best Price Earning S&P500 : 23.5x) proche des ratios excessifs du début d'année, particulièrement aux Etats-Unis (voir graphique 2).

Cela est d'autant plus troublant que les attentes de croissance des bénéfices des 500 plus grandes entreprises américaines pour l'année en cours sont passées de 13% en janvier à 7% aujourd'hui. Les droits douaniers, même s'ils sont différés de quelques semaines, sont toujours sur la table. Trump reste très engagé et intransigeant, porté sur son objectif final («Make America Great Again») même si certains spécialistes et indicateurs économiques tendent à disqualifier ses plans.

G2 : S&P500 Index vs. S&P500 Est P/E



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Alors comment expliquer ce regain d'optimisme et ce décalage entre les rationnels économiques et les marchés actions ?

Une première réponse pourrait être liée aux anticipations de baisses des taux des banques centrales. Bien que la Réserve Fédérale Américaine prouve qu'elle reste totalement indépendante de Trump, elle pourrait se montrer plus docile si les perspectives économiques américaines venaient à se détériorer d'avantage et cela même si l'inflation n'est pas de retour sur le niveau cible. Du côté de la BCE, les taux ont déjà bien baissé et les marchés attendent encore 2 coupes cette année. Avec une reprise économique (certes modérée), des perspectives de croissance structurelles plutôt molles et une inflation qui ralentit, C. Lagarde semble dans une posture plus favorable que son confrère outre atlantique.

Ensuite nous pourrions citer les résultats des entreprises du premier trimestre qui ont montré une résistance des bénéfices voire des surprises positives dans certains secteurs (S&P 500, Earning surprise Q1 2025 +8.5%). Les secteurs de la consommation discrétionnaire, des financières et de la communication (notamment Uber, Meta, Fox ou encore Disney) tirent leur épingle du jeu sur le trimestre et contribuent très positivement à la situation positive générale.

Du côté de la géopolitique mondiale et malgré les tensions persistantes, l'environnement reste relativement stable ces derniers mois, sans escalade majeure (Ukraine, Moyen Orient, Taiwan) ce qui incite les investisseurs à se tourner davantage vers le risque et les indications plutôt micro-économiques, somme toute rassurantes à ce stade.

Aussi les marchés actions ont atteint des points bas, techniques, surtout aux Etats-Unis. Ces zones de surventes excessives (RSI inférieur à 30) ont déclenché un rebond important, amplifié par les modes de gestions automatisées ou passives.

Et pour finir, nous pourrions aussi mentionner une tendance de fond, celle qui offre une ouverture positive sur la croissance future et qui est au bénéfice de courant d'information souvent très optimiste : L'intelligence Artificielle. Plus qu'une simple mode, elle s'installe dans les entreprises mais aussi dans les esprits. L'enthousiasme autour de Nvidia, Microsoft et beaucoup d'autres entreprises continue d'attirer des flux, des attentes (espoirs) de croissance et d'alimenter des valorisations élevées.

Comme une sensation de déjà-vu, nous voilà de retour à une situation semblable à celle du début de l'année avec une dichotomie entre les valorisations américaines, les fondamentaux et une incertitude importante autour des droits douaniers et leurs impacts sur l'économie mondiale. Cela avec un président américain aussi déterminé qu'imprévisible et une situation économique américaine qui semble davantage montrer des limites que des perspectives encourageantes, à l'approche d'échéances de dettes souveraines colossales et de taux qui remontent. Comme en début d'année nous pensons que l'Europe offre davantage de visibilité et d'opportunité. Nous utilisons les périodes de forte volatilité pour construire des solutions asymétriques, offrant des rendements optimisés avec un risque maîtrisé sans trop modifier nos allocations.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	30.05.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
US	DOW JONES	42 270	3,9%	-3,6%	-5,9%	-0,6%	12,9%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%
	S&P 500	5 912	6,2%	-0,7%	-2,0%	0,5%	23,3%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%
	S&P500 EW	7 142	4,2%	-2,0%	-5,9%	0,6%	10,9%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%
	NASDAQ 100	21 341	9,0%	2,2%	2,0%	1,6%	24,9%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%
	RUSSELL 2000	2 066	5,2%	-4,5%	-15,1%	-7,3%	10,0%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%
EUROPE	STOXX 600	549	4,0%	-1,5%	7,5%	8,1%	6,0%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%
	FTSE 100	8 772	3,3%	-0,4%	5,9%	7,3%	5,7%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%
	CAC 40	7 752	2,1%	-4,4%	7,1%	5,0%	-2,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%
	SPI SWISS	16 850	2,3%	-1,7%	7,5%	8,9%	6,2%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%
ASIA	TOPIX	2 802	5,0%	4,5%	4,5%	0,6%	17,7%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%
	HANG SENG	23 290	5,3%	1,5%	19,9%	16,1%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%
	CSI 300	3 840	1,8%	-1,3%	-1,9%	-2,4%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%
FX & COMMODITIES	30.05.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
CURRENCIES	EUR-USD	1,135	0,2%	9,4%	7,3%	9,6%	-6,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%
	EUR-CHF	0,933	-0,3%	-0,4%	0,1%	-0,7%	1,2%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%
	USD-CHF	0,822	-0,4%	-8,9%	-6,7%	-9,4%	7,8%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%
	USD-JPY	144,0	0,7%	-4,4%	-3,8%	-8,4%	11,5%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%
	USD INDEX	99,33	-0,1%	-7,7%	-6,1%	-8,4%	7,1%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%
COMMODITIES	Gold	3289,25	0,0%	15,1%	24,4%	25,3%	27,2%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%
	Silver	32,98	1,1%	5,9%	7,7%	14,1%	21,5%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%
	WTI Crude Oil	60,79	4,4%	-12,9%	-10,6%	-15,2%	0,1%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%
	Natural Gas	3,45	3,6%	-10,1%	2,5%	-5,1%	44,5%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%
	Copper	9548,08	4,7%	2,2%	7,4%	10,3%	2,2%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%
FIXED INCOME	30.05.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
RATES	US 10 year gvt	4,40	0,24	0,19	0,23	(0,17)	69 bps	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps
	German 10 year gvt	2,50	0,06	0,09	0,41	0,13	34 bps	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	590,8	-0,3%	0,2%	1,0%	1,8%	3,4%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%
	US Treasuries	2347,7	-1,0%	-0,2%	0,9%	2,5%	0,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%
	US TIPS	361,0	-0,6%	0,2%	2,0%	3,7%	1,8%	3,9%	-11,9%	6,0%	11,0%
	US IG Corporates	3363,9	0,0%	-0,3%	0,3%	2,3%	2,1%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%
	US High Yield	2755,0	1,7%	0,6%	2,2%	2,7%	8,2%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%
	Euro Government	245,1	0,1%	0,2%	-0,5%	0,8%	2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%
	Euro IG Corporates	261,9	0,5%	0,5%	1,2%	1,5%	4,7%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%
	Euro High Yield	489,0	1,5%	0,4%	2,8%	2,1%	9,1%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%
	EM USD Aggregate	1285,2	0,7%	0,3%	1,7%	3,0%	6,6%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%

Source: Bloomberg, 30/05/25

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, CIO ESAM

Pascal Perrone, Gérant obligataire Senior

Jeremy Dutoit, Responsable Advisory

Achévé de rédiger

le 30/05/2025

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch