



BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES
3^E TRIMESTRE 2025

SOMMAIRE

3^E TRIMESTRE 2025

1. Editorial

Le pire n'est jamais certain...

2. Marchés de taux

Une BCE plus dovish que la FED

3. Marchés actions

Escalader un mur d'inquiétudes

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

LE PIRE N'EST JAMAIS CERTAIN...

Est-ce de trop s'être fait traiter de poulet qui se dégonfle ? Le président Donald Trump a finalement choisi de frapper 3 cibles militaires iraniennes bien avant la fin de la période de 2 semaines qu'il s'était accordé. Le TACO (Trump always chickens out)* sigle dont les intervenants qualifiaient volontiers le président américain aura peut-être conduit à un acte géopolitique majeur.

Et pourtant depuis l'accélération brutale des conflits au Moyen-Orient les marchés semblent étonnamment résilients. Certes le pétrole a gagné 15 % quand Israël a frappé l'Iran mais les indices d'actions ont en revanche peu réagi, quant à l'indice de volatilité il est resté sagement autour du niveau de 20 : ce n'est pas la complète sérénité mais on est loin des niveaux de stress d'avril par exemple...

On peut interpréter cette curieuse stabilité de plusieurs façons :

- Les marchés anticipent que l'on sortira rapidement de cette crise,
- Ils voient un enlèvement de la situation qui n'aurait finalement que peu d'impact sur les économies occidentales,
- Il se peut aussi que tout simplement les marchés ne pêchent par optimisme et ne « pricent » pas correctement la situation.

Les statistiques Polymarket donnent un élément de réponse. Si au 23 juin les intervenants accordaient près de 50 % de « chance » à un blocage du détroit d'Ormuz on peut raisonnablement penser qu'alors le scénario de sortie de crise rapide n'était pas forcément l'hypothèse centrale. Depuis lors, la probabilité a chuté à moins de 20 %.

G1 : PROBABILITÉ DE FERMETURE DU DÉTROIT D'HORMUZ PAR L'IRAN EN 2025



Source : Polymarket

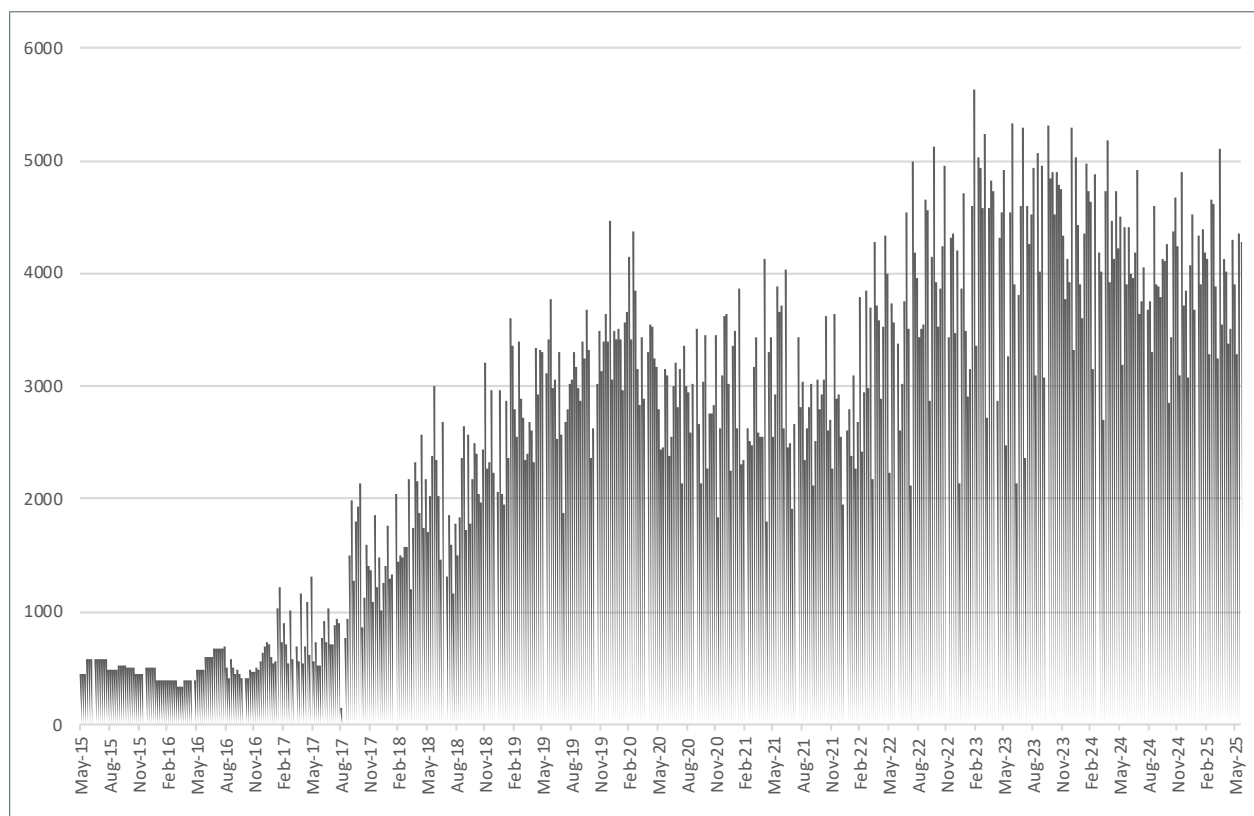
Au delà de l'absence de tentative de blocage de la part des Iraniens, la raison de la relative indifférence des marchés d'actions à la situation au Moyen Orient nous semble également venir d'une constatation statistique : les intervenants savent « qu'en général » les effets de crises géopolitiques sont de courte durée.

Précisons avec quelques chiffres : suite aux 16 principaux conflits armés qui se sont déroulés depuis 1950 les indices actions étaient en moyenne 0.5 % au-dessus de leur niveau de début crise après seulement 3 mois et en hausse de 3.8 % au bout de 6 mois**. En résumé les effets des conflits sur les marchés peuvent être significatifs à court terme mais s'estompent très vite. Évidemment tout ceci ne reste vrai « qu'en moyenne » : lors de la guerre du Kippour la baisse a été prolongée (6 mois après octobre 1973 les marchés perdaient 15 %) et 3 mois après l'invasion du Koweït les marchés perdaient également 15 %...

De quelle crise passée la situation actuelle peut-elle se rapprocher ? On ne se risquera pas à avancer une réponse, l'exercice nous semble hors de portée et les revirements incessants de Donald Trump (qui se réjouit du cessez le feu Israël/Iran au moment de la rédaction de ces lignes) ajoutent encore à la difficulté de l'exercice. Tout au plus peut-on rappeler que les Etats-Unis sont désormais des exportateurs nets de pétrole et que des scénarii avec un prix du baril qui « passerait au travers du toit » ne peuvent être exclus mais sont beaucoup moins probables. (Dans les 6 mois qui suivent la guerre du Kippour le prix du pétrole avait quadruplé).

Pour aller au but les allocations n'ont pas été significativement modifiées depuis le début du conflit, en cela la position adoptée est statistique et reflète l'expression populaire que dans les marchés le pire n'est jamais certain.

G2: ETATS-UNIS - EXPORTATIONS TOTALES DE PÉTROLE BRUT, X1000 BARILS / JOUR



Source : Department of Energy, Banque Eric Sturdza

* Trump Always Chickens Out

** Source cahiers verts

2. MARCHÉS DE TAUX

UNE BCE PLUS DOVISH QUE LA FED

La BCE baisse ses taux, puis marque une pause

La BCE a sans surprise baissé ses taux une quatrième fois cette année mais en suggérant qu'une pause serait sans doute désormais appropriée. L'inflation est revenue sous 2 % (1,9 %) et la croissance prévue reste modeste (0,9 %). Dans ce contexte incertain, notamment à cause des droits de douane, la BCE choisit logiquement de temporiser, en restant prête à agir si nécessaire. Elle a pu assouplir sa politique monétaire, contrairement à la Fed qui reste prudente. Les écarts de taux entre les deux zones montrent que le marché n'anticipe pas de récession imminente aux États-Unis. La BCE pourrait toutefois reprendre sa politique accommodante prochainement, à l'image de la Riksbank suédoise et de la BNS suisse.

FOMC décevant et ton prudent de Powell

Malgré des chiffres d'inflation (Core CPI et PPI) légèrement plus faibles que prévu et contrairement à nos attentes d'un statu quo assorti d'un discours dovish, Jerome Powell a adopté un ton neutre à légèrement hawkish, insistant sur l'incertitude économique pour 2025-2026 et les effets potentiels des droits de douane sur l'inflation. Donald Trump a vivement critiqué l'inaction de la Fed, accusant Powell de coûter cher à l'économie américaine en ne baissant pas les taux, contrairement à la BCE. Un retour du Quantitative Easing (QE) semble de plus en plus probable à moyen terme. Ironie du sort si Kevin Warsh, farouche opposant au QE, venait à remplacer Powell en 2026.

Dans ce contexte incertain, le conflit Israël-Iran a rajouté du stress puisque les prix de l'énergie pourraient flamber et un éventuel blocage du détroit d'Ormuz pourrait avoir de fâcheuses conséquences sur l'activité économique mondiale. Une bonne nouvelle pour les taux est toutefois passée quasiment inaperçue : l'adjudication réussie d'un emprunt à 30 ans par le Trésor américain. Forte demande et taux plus bas qu'attendu (4,844 %) indiquent que les investisseurs ont encore de l'appétit pour les obligations longues. Le marché obligataire aurait pu connaître un mouvement de panique en cas d'adjudication désastreuse.

Stratégie obligataire prudente

En raison de ces nombreuses incertitudes, nous continuons de privilégier les obligations à courte maturité (2-5 ans), en attendant d'y voir plus clair sur l'évolution des taux longs influencés par l'inflation et les politiques commerciales. Une hausse du 10 ans au-delà de 4,6 % pourrait être une opportunité pour rallonger la durée des portefeuilles obligataires. Dans notre gestion en dollars, nous saisissons l'opportunité d'investir en dettes libellées en euros et couvertes en dollars. En effet, les obligations 3-5 ans en euros, couvertes contre le risque de change, offrent un surcroît de rendement (50 à 70 points de base) par rapport à leurs équivalents en dollars, tout en apportant une diversification bienvenue alors que certains investisseurs commencent à douter de la solidité des emprunts du Trésor américain.

3. MARCHÉS ACTIONS

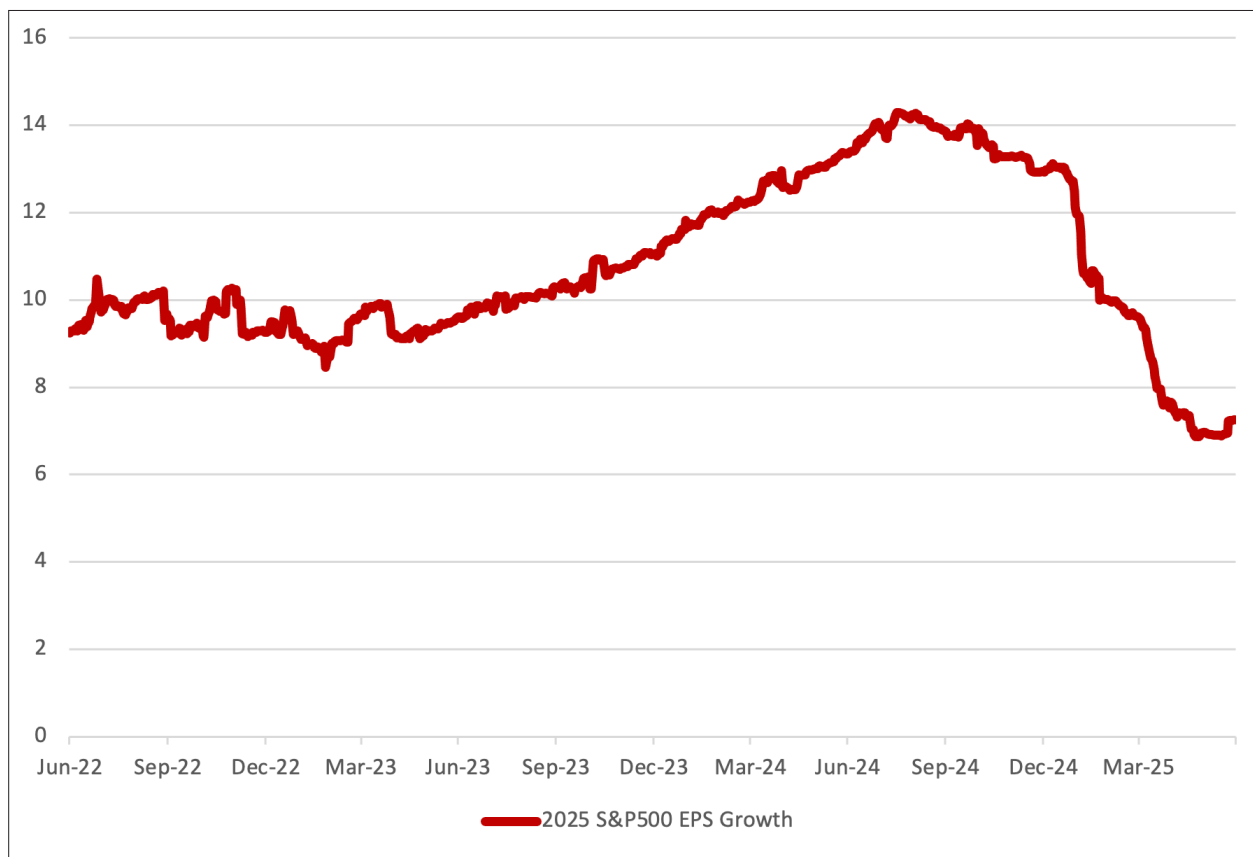
ESCALADER UN MUR D'INQUIETUDES

Cette expression d'origine anglo-saxonne qui se dit de marchés actions qui progressent en dépit d'une accumulation de mauvaises nouvelles a rarement semblé aussi à propos. Les marchés actions mondiaux finissent le mois en hausse de près de 4 %, une situation qui contraste fortement avec l'actualité sur la période.

Alors que les marchés actions se remettaient à peine du choc créé par l'annonce des tarifs douaniers lors du «Liberation Day», l'annonce à la mi-juin de frappes israéliennes sur des cibles liées au programme nucléaire iranien est venue raviver les craintes d'une es-

calade de la crise israélo-palestinienne en conflit régional. L'alerte était suffisamment grave pour voir le pétrole (référence BRENT) s'envoler de plus de 22 % sur les 3 premières semaines de juin. Sur la même période, les marchés actions faisaient eux preuve d'une grande sérénité avec un S&P500 à l'équilibre et le STOXX600 en léger repli de 2 %. Bien loin des extrêmes atteints lors du «Liberation Day», la VIX, l'indice de la peur, remonte légèrement mais la hausse reste très contenue. Les frappes décidées par Donald Trump contre les sites nucléaires iraniens et l'implication de fait des Etats-Unis dans le conflit auraient pu faire craindre une explosion du pétrole et de la VIX. Il n'en a rien été...

G3: CROISSANCE DES BPA DU S&P500 ATTENDUE EN 2025



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Il faut dire qu'au fur et à mesure que la réponse iranienne a été perçue comme symbolique avec des attaques largement télégraphiées et alors que la menace d'un blocage du détroit d'Hormuz par lequel près de 20 % de la production mondiale d'hydrocarbures transite quotidiennement s'éloigne, la prime de risque sur le pétrole n'a plus de raison de se justifier. Le BRENT qui avait flirté brièvement avec le niveau de 80\$ le baril s'effondre et finit le mois un peu en dessous des 68\$ le baril, soit un niveau sensiblement inférieur à celui de début d'année. Cette détente permet au marché américain de dépasser son point haut historique, porté encore une fois par les valeurs technologiques, des services de communication, et bien évidemment celles de l'énergie qui bien que sous pression en fin de mois conservent une partie de leurs gains.

Bien que la levée partielle d'incertitudes puisse justifier pour partie ce rebond, ce mouvement néanmoins interpelle. La problématique de la guerre commerciale est loin d'être résolue et pourrait se rappeler rapidement aux investisseurs à l'occasion de la fin de la trêve commerciale. Les chefs d'entreprises qui sont dans l'expectative ont tendance à réserver leurs dépenses d'investissement, une situation qui n'est pas étrangère à la révision drastique à la baisse des attentes de croissance bénéficiaire pour le S&P500. Cette dernière, amputée de près de moitié, n'est plus attendue en hausse que de 7.0 % en 2025. Le phénomène n'a pas épargné non plus l'Europe où la croissance des BPA attendue en 2025 est nulle sur fond d'incertitudes créées par la guerre commerciale et d'effet de bord devises après le renchérissement abrupt de l'EUR.

Si l'investisseur boursier ne peut que se réjouir que la situation au Moyen Orient n'ait pas dégénéré en conflit régional, de même que le pic des tensions liées à la guerre commerciale ait probablement été atteint début avril, les niveaux de stress qu'avaient atteint les marchés actions alors semblent bien loin. Les niveaux de valorisation tendus en particulier en Amérique du Nord, le ralentissement de la croissance bénéficiaire et le maintien en toile de fond d'un environnement géopolitique dégradé arguent pour le maintien d'une approche de conviction mais sélective sur la classe actions.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	27.06.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
US	DOW JONES	43 819	3,7%	4,3%	2,9%	3,0%	12,9%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%
	S&P 500	6 173	4,4%	10,0%	4,5%	5,0%	23,3%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%
	S&P500 EW	7 338	2,7%	4,5%	3,5%	3,3%	10,9%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%
	NASDAQ 100	22 534	5,6%	16,9%	6,3%	7,2%	24,9%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%
	RUSSELL 2000	2 173	5,1%	8,0%	-2,5%	-2,6%	10,0%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%
EUROPE	STOXX 600	544	-0,9%	1,8%	7,7%	7,1%	6,0%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%
	FTSE 100	8 799	0,3%	2,5%	8,3%	7,7%	5,7%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%
	CAC 40	7 692	-0,8%	-1,3%	5,2%	4,2%	-2,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%
	DAX	24 033	0,1%	8,4%	20,7%	20,7%	18,8%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%
	SPI SWISS	16 607	-1,4%	-1,1%	7,3%	7,3%	6,2%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%
	TOPIX	2 841	1,4%	6,8%	2,0%	2,0%	17,7%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%
	HANG SENG	24 284	4,3%	5,0%	21,2%	21,1%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%
	CSI 300	3 922	2,1%	0,9%	-1,9%	-0,3%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%
FX & COMMODITIES	27.06.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
CURRENCIES	EUR-USD	1,172	3,3%	8,3%	12,6%	13,2%	-6,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%
	EUR-CHF	0,936	0,3%	-2,1%	-0,5%	-0,4%	1,2%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%
	USD-CHF	0,799	-2,8%	-9,6%	-11,6%	-11,9%	7,8%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%
	USD-JPY	144,7	0,4%	-3,5%	-7,8%	-8,0%	11,5%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%
	USD INDEX	97,40	-1,9%	-6,5%	-9,9%	-10,2%	7,1%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%
COMMODITIES	Gold	3274,33	-0,5%	4,8%	25,6%	24,8%	27,2%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%
	Silver	35,99	9,1%	5,6%	24,3%	24,5%	21,5%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%
	WTI Crude Oil	65,52	7,8%	-8,3%	-7,7%	-8,6%	0,1%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%
	Natural Gas	3,74	8,5%	-9,2%	-5,0%	2,9%	44,5%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%
	Copper	10118,67	6,0%	4,8%	15,1%	16,9%	2,2%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%
FIXED INCOME	27.06.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
RATES	US 10 year gvt	4,28	(0,12)	0,07	(0,26)	(0,29)	69 bps	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps
	German 10 year gvt	2,59	0,09	(0,15)	0,23	0,23	34 bps	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	595,4	0,8%	1,4%	2,6%	2,6%	3,4%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%
	US Treasuries	2369,3	0,9%	0,5%	3,4%	3,5%	0,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%
	US TIPS	363,4	0,7%	0,2%	4,4%	4,4%	1,8%	3,9%	-11,9%	6,0%	11,0%
	US IG Corporates	3410,5	1,4%	1,3%	3,5%	3,7%	2,1%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%
	US High Yield	2798,6	1,6%	3,3%	4,3%	4,3%	8,2%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%
	Euro Government	244,4	-0,3%	1,7%	0,5%	0,5%	2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%
	Euro IG Corporates	262,3	0,2%	1,7%	1,7%	1,7%	4,7%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%
	Euro High Yield	489,9	0,2%	1,7%	2,3%	2,3%	9,1%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%
	EM USD Aggregate	1306,4	1,6%	2,3%	4,6%	4,7%	6,6%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%

Source: Bloomberg, 27/06/25



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 senior obligataire

Achévé de rédiger

le 30/06/2025

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch