



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
AOÛT 2025

SOMMAIRE

AOÛT 2025

1. Editorial

Qui sera le prochain à aller à Canossa ?

2. Marchés de taux

Plaidoyer pour le Quantitative Easing

3. Marchés actions

Plaidoyer pour une prudence estivale

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

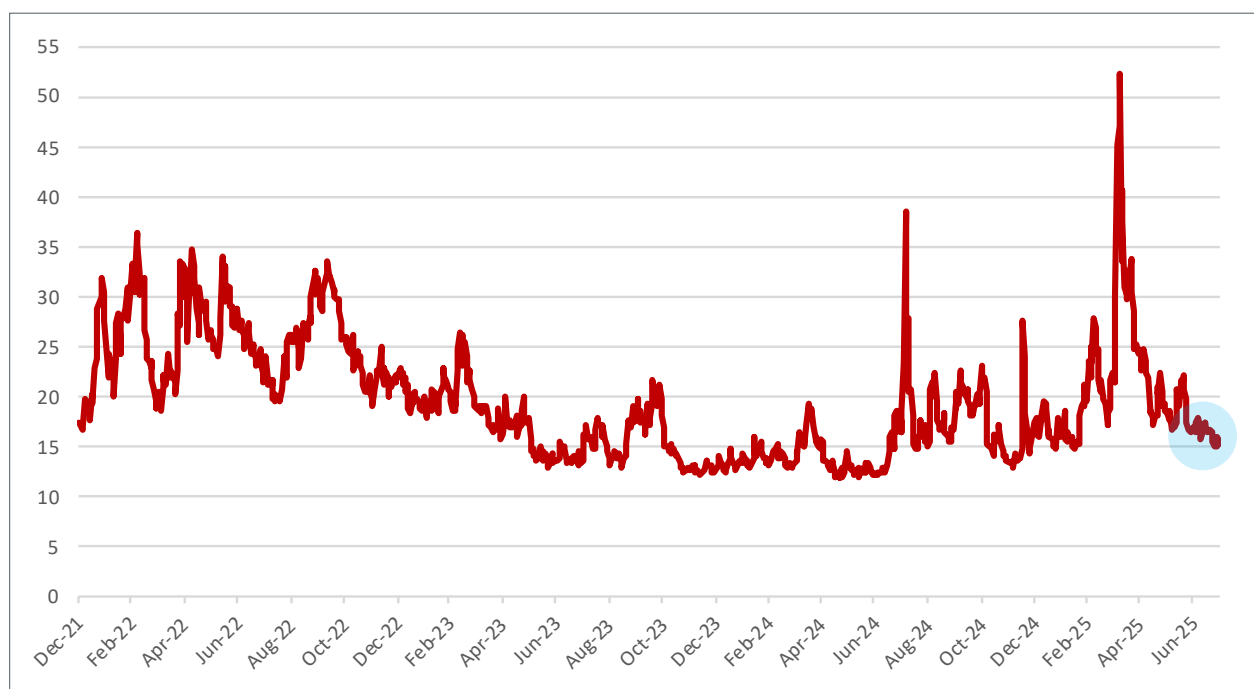
1. ÉDITORIAL

QUI SERA LE PROCHAIN À ALLER À CANOSSA ?

La formule prend tout son sens après la visite d'Ursula von der Leyen à Trump dans son golf de Turnberry ou à l'aune des 39 % de droits de douane que les Etats-Unis menacent d'appliquer à la Suisse. L'art de la prévision est difficile surtout quand il concerne l'avenir. Souvent citée la phase fut attribuée à la sagesse danoise, à Niels Bohr, à Marc Twain ou à Pierre Dac... Malgré cette paternité incertaine l'adage reste indémodable lorsqu'il s'agit d'anticipations de tendances de marché. Donald Trump et ses incessants revirements lui font retrouver une nouvelle jeunesse tandis que les prévisionnistes – y compris les plus prestigieux – courent après une actualité qui toujours leur échappe.

Le stratège vedette de Goldman Sachs nous avait habitué depuis de longues années à modifier ses prévisions de marché deux fois l'an en moyenne, sur les trois derniers mois il en est déjà à 4 ajustements ! Il est vrai qu'il y a un mois le marché était focalisé sur l'Iran, il y a une semaine sur les publications d'entreprises et le possible départ forcé de Jérôme Powell et en fin de mois sur les accords « historiques » douaniers signés par le Japon et l'Union Européenne avec les Etats-Unis. Force est néanmoins de constater que le flux nourri de nouvelles semble imposer d'incessants ajustements.

G1 : INDICE VIX (VOLATILITE IMPLICITE S&P500)



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 31/12/21 au 30/07/25

Depuis l'investiture de Donald Trump nous avons plutôt pris un biais inverse en modifiant peu nos allocations. Un choix à priori audacieux mais in fine judicieux qui nous aura évité quelques contrepieds. L'arrivée des mois d'août et de septembre (deux mois historiquement peu favorables aux actions -0.3% et -1,5% de performance moyenne sur les 25 dernières années sur les marchés mondiaux!) incite néanmoins à revoir la position.

Si l'on déroule le fil de la saga des droits de douane on est parti d'une situation « avant Trump » où le droit de douane « moyen » aux Etats-Unis était de 2,8%*; dans la période transitoire (de mai 2025 à ce jour) le droit de douane moyen appliqué est de 15%; il est difficile d'anticiper le chiffre final mais au vu des négociations actuelles avec le Japon ou l'Europe difficile de voir un atterrissage très en deçà des 15%. Après le choc initial provoqué par les annonces de Donald Trump les marchés se sont mithridatisés, ont regagné le terrain perdu et parfois atteints de nouveaux plus hauts alors qu'il est maintenant quasiment certain que le choc des droits de douane sur l'économie sera réel.

Moins d'inquiétude, des indicateurs techniques assez complaisants les marchés abordent l'été avec une étonnante sérénité: le « greed » l'emporte très largement sur la peur et on voit même refleurir des envolées paraboliques de titres américains poussés par des sites de bourse peu scrupuleux (on se souvient de l'aventure Gamestop qui avait affolé la communauté financière mais s'était avéré être un bon indicateur de surchauffe).

Pour chiffrer cette appétence des marchés et des investisseurs américains particuliers rappelons que l'indice GS des valeurs technologiques non-profitables (il existe désormais des indices sur tout!) a gagné 70% depuis avril dernier.

Reflet de cette grande confiance des marchés les options sont désormais fort bon marché, le Vix est pratiquement au plus bas de l'année.

Il nous a semblé opportun de partiellement sécuriser les performances annuelles engrangées sur les actions en dépensant un peu de prime de couverture. Un deuxième choix peu courageux? La faible fraction des bénéficiaires à investir pour passer sereinement l'été nous a semblé attrayante à un moment où les valorisations des titres américains sont particulièrement tendues.

* Source Cahiers Verts

2. MARCHÉS DE TAUX

PLAIDOYER POUR LE QUANTITATIVE EASING

Trump fait-il fausse route ?

Dans ses attaques contre Jerome Powell, Donald Trump exige de fortes baisses de taux Fed funds jusqu'au niveau de 1 %. Selon nous, il commet deux erreurs. Premièrement, il attaque la Fed de manière trop agressive alors qu'elle n'a pas grand-chose à se reprocher, en tout cas pour l'instant. L'incertitude concernant l'impact des tarifs sur l'inflation reste élevée et l'économie américaine ne va pas plonger à court terme en récession ou amorcer un hard landing. Dans ces conditions, une politique hyper accommodante (on parle tout de même de 200 à 300bp de baisses de taux) semble totalement inappropriée.

Sa seconde erreur consiste à être obnubilé par les taux directeurs. Scott Bessent, son Secrétaire du Trésor, a récemment corrigé le tir en expliquant que son benchmark était plutôt le taux de rendement du T-Note 10 ans. Nous trouvons surprenant que Trump et son administration attaquent Jay Powell sur des sujets que nous considérons de seconde importance tandis que personne dans le camp Républicain n'a encore évoqué le vrai sujet : les niveaux de taux réels beaucoup trop élevés. Après les années Covid (2020-2021) marquées par des pressions déflationnistes, les taux réels sont repassés en territoire positif et aujourd'hui, le rendement réel du TIPS 10 ans s'affiche à 2 %. Il va falloir que ces taux réels redescendent rapidement vers des niveaux avoisinant 1 % (si possible le plus proche de zéro) mais heureusement, contrairement à ceux de la zone euro, ils se situent déjà en-dessous du niveau de croissance potentielle, ce qui est un moindre mal.

Un Quantitative Easing à la rentrée !

S'il fallait absolument critiquer la Fed, nous lui reprocherions de ne pas envisager de QE (Quantitative Easing). Un QE serait en effet une arme beaucoup plus efficace qu'une baisse de taux directeurs pour provoquer la détente des taux réels dont l'économie américaine a tant besoin. Des baisses de taux directeurs n'auraient sans doute pas d'impact, ou très peu, sur les taux réels et les taux nominaux longs. La taille du bilan de la Fed est retombée à 6'666 milliards de dollars. La marge de manœuvre est donc confortable. Cela signifie que les taux réels présentent un potentiel de baisse plus important que celui des taux nominaux.

En termes de stratégie, cela signifie que si les taux nominaux ne nous semblent pas très intéressants, investir en TIPS 10 ans à 2 % en y ajoutant une dose homéopathique de 30 ans TIPS à 2.6 % pourrait se révéler une alternative intéressante. Aujourd'hui, toute stratégie agressive de duration longue nous semble toujours inappropriée car trop risquée. Mais la tendance à moyen terme des taux réels est à la baisse car il n'y a pas tellement le choix. Le FOMC du 30 juillet et le traditionnel symposium de Jackson Hole, du 21 au 23 août, devraient nous fournir des indices permettant d'évaluer la pertinence d'une stratégie de duration en TIPS. En attendant, prudence !

3. MARCHÉS ACTIONS

PLAIDOYER POUR UNE PRUDENCE ESTIVALE

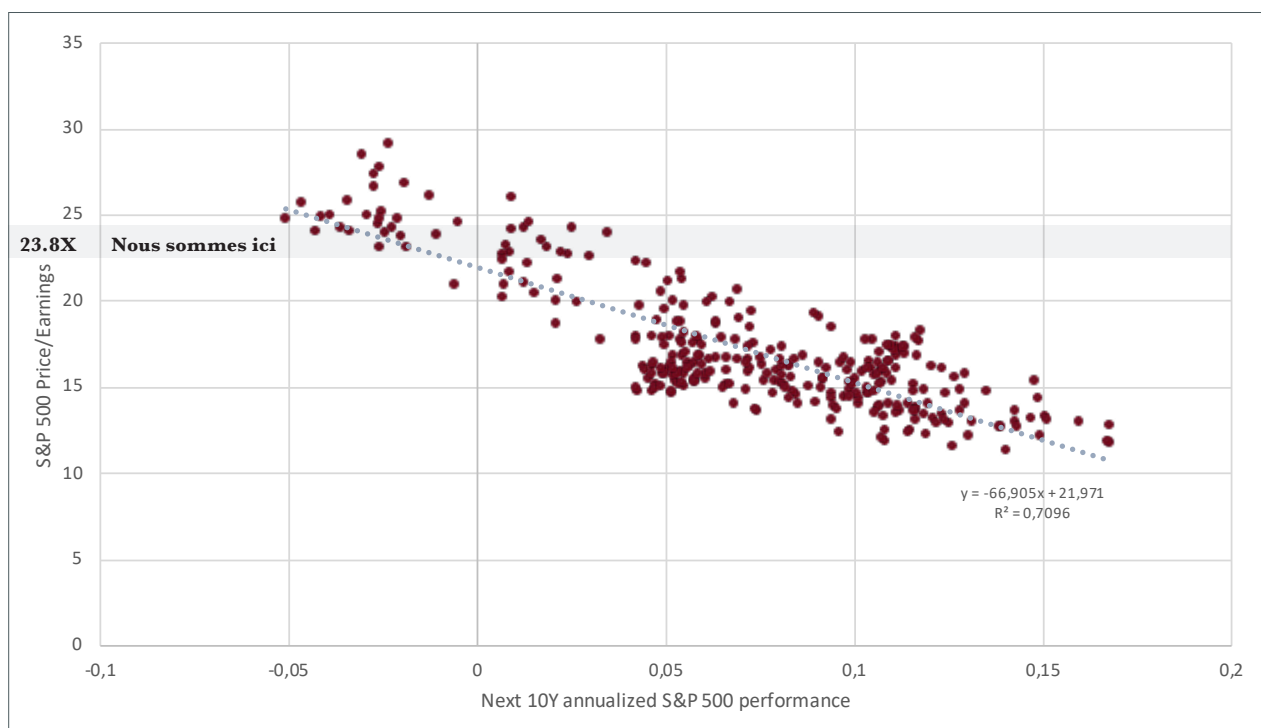
Le mois de juillet se sera révélé plutôt porteur pour les marchés actions mondiaux dont l'indice phare s'apprécie d'un peu plus de 1 % sur le mois, aidé en cela par le rebond des grandes valeurs américaines.

Alors que beaucoup a été écrit sur la fin de l'exceptionnalisme américain, le rebond du S&P500 depuis la mi-avril interpelle. A y regarder de plus près la situation est à nuancer: Oui, le marché américain a rebondi; mais clairement pas le Dollar, laissant un goût amer en bouche pour l'investisseur basé EUR ou CHF. Oui, le rebond a été impressionnant mais encore une fois il doit beaucoup aux «Magnificent 7» qui à elles-seules expliquent plus de la moitié de la hausse de l'indice au cours des 3 derniers mois. Le rebond des valeurs américaines intervient aussi alors que les attentes en matière de

croissance bénéficiaire pour l'année 2025 ont été revues à la baisse – de près de 13 % de croissance des BPA attendue en début d'année, nous sommes passés à moins de 7 %. Enfin, le rebond des valeurs américaines et cette dégradation des perspectives bénéficiaires interviennent dans un contexte de valorisation déjà tendue.

A près de 24x, les bénéfices courants, la valorisation du S&P500 est très largement supérieure à sa moyenne de long terme et dans la fourchette haute de son historique. Si dans l'absolu, la valorisation est rarement un bon indicateur de timing – comme le disait J.M Keynes les marchés peuvent rester irrationnels plus longtemps que les investisseurs ne peuvent rester solvables – elle reste néanmoins une bonne indication pour les rendements futurs auxquels l'investisseur doit s'attendre.

G2: S&P500 – P/E VS. PERFORMANCE ANNUALISÉE DES 10 PROCHAINES ANNÉES



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

De ce point de vue, la régression entre le niveau de P/E du S&P500 et les rendements annualisés du marché américain sur les 10 prochaines années montre une relation très linéaire et confirme l'idée que plus l'investisseur paie cher, plus ses perspectives de rendement futures risquent d'être dégradées.

Le message de prudence semble d'autant plus pertinent à court terme que les indicateurs de sentiment et de positionnement se sont nettement retournés et pointent aujourd'hui vers un certain degré de complaisance de la part des investisseurs, alors que nous allons entrer dans une période estivale où la liquidité est plus faible et la saisonnalité traditionnellement moins favorable (-0.3 % et -1.5 % de performance moyenne enregistrée au cours des mois d'août et septembre sur les marchés actions mondiaux lors des 25 dernières années).

La saison des résultats se poursuit avec à l'heure où nous écrivons ces lignes plus de la moitié des sociétés du S&P500 et la plupart des 7 Magnifiques qui ont publié. Le bilan reste de bonne facture avec près de 83 % des sociétés qui ont publié au-dessus des attentes et avec des résultats supérieurs en moyenne de près de 7 %. La photo est plutôt rassurante mais avec une participation de plus en plus étroite et qui doit beaucoup aux bons résultats des Alphabet, Meta et Microsoft de ce monde sur fond de croissance robuste de leurs activités historiques (cloud, search, etc.) et également de plans gigantesques d'investissement pour soutenir leur développement en matière d'Intelligence Artificielle. Le contraste est saisissant avec Tesla qui a publié des chiffres décevants (baisse historique des ventes) et prévenu que le 2nd semestre serait compliqué entre disparition des crédits d'impôts pour les véhicules électriques aux Etats-Unis et l'impact des tarifs douaniers. Cette dichotomie se retrouve à l'échelle de la côte américaine entre d'une part un petit nombre d'*happy few* identifiés comme les gagnants de la révolution IA et d'autre part des pans entiers de l'économie qui font face à un consommateur plus frileux et aux incertitudes liées aux tarifs douaniers.

En Europe, l'inquiétude est palpable aussi dans le discours de certains champions européens qui doivent faire face au ralentissement de la demande américaine, aux impacts des tarifs douaniers et au renchérissement de l'EUR. Outre les disparités sectorielles et la très faible représentation des sociétés européennes parmi les leaders technologiques, cet amoncellement de nuages noirs n'est pas étranger à la difficulté du marché européen à dépasser ses points hauts de Mars et cela malgré son beau démarrage 2025. Gageons que la signature de l'accord commercial avec les Etats-Unis – même s'il s'agit là non pas du meilleur des accords mais plutôt du moins mauvais acceptable – permettra une levée d'incertitudes et à terme un potentiel rerating des valeurs exportatrices européennes qui ont longtemps été un pilier de la côte.

Dans cet environnement, nous avons fait le choix de rester relativement constant dans nos paris géographiques et de privilégier une approche sélective des marchés actions. Néanmoins alors que les intervenants sont beaucoup plus complaisants et que la saisonnalité devient moins favorable, la mise en place de stratégies de couverture partielle et tactique nous a semblé approprié.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	30.07.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
US	DOW JONES	44 461	0,8%	9,3%	-0,2%	4,5%	12,9%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%
	S&P 500	6 363	2,5%	14,3%	5,3%	8,2%	23,3%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%
	S&P500 EW	7 509	1,8%	9,5%	2,3%	5,7%	10,9%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%
	NASDAQ 100	23 345	2,9%	19,3%	8,7%	11,1%	24,9%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%
	RUSSELL 2000	2 232	2,6%	13,7%	-2,4%	0,1%	10,0%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%
EUROPE	STOXX 600	550	1,6%	4,3%	2,0%	8,4%	6,0%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%
	FTSE 100	9 137	4,3%	7,6%	5,3%	11,8%	5,7%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%
	CAC 40	7 862	2,6%	3,5%	-1,1%	6,5%	-2,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%
	DAX	24 262	1,5%	7,8%	11,6%	21,9%	18,8%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%
	IBEX 35	16 657	0,7%	1,1%	-0,5%	7,7%	6,2%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%
ASIA	SPI SWISS	2 920	2,4%	9,5%	4,7%	4,9%	17,7%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%
	MSCI EM	25 177	4,6%	13,8%	24,5%	25,5%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%
	TOPIX	4 151	5,5%	10,1%	8,8%	5,5%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%
	HANG SENG	22 119	-4,3%	16,0%	4,1%	10,3%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%
	CSI 300	3 771	-3,0%	1,0%	-5,7%	-4,2%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%
FX & COMMODITIES	30.07.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
CURRENCIES	EUR-USD	1,141	-3,2%	0,7%	10,1%	10,2%	-6,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%
	EUR-CHF	0,930	-0,6%	-0,7%	-1,5%	-1,1%	1,2%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%
	USD-CHF	0,815	2,7%	-1,3%	-10,6%	-10,2%	7,8%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%
	USD-JPY	149,5	3,8%	4,5%	-3,7%	-4,9%	11,5%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%
	USD INDEX	99,82	3,0%	0,3%	-7,9%	-8,0%	7,1%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%
COMMODITIES	Gold	3275,18	-0,8%	-0,4%	17,0%	24,8%	27,2%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%
	Silver	37,13	2,8%	13,8%	18,6%	28,5%	21,5%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%
	WTI Crude Oil	70,00	7,5%	20,3%	-3,5%	-2,4%	0,1%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%
	Natural Gas	3,05	-11,9%	-8,4%	0,0%	-16,2%	44,5%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%
	Copper	9651,70	-4,0%	5,9%	8,1%	11,5%	2,2%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%
FIXED INCOME	30.07.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
RATES	US 10 year gvt	4,37	0,14	0,21	(0,17)	(0,20)	69 bps	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps
	German 10 year gvt	2,71	0,10	0,26	0,25	0,34	34 bps	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	595,6	-0,1%	0,5%	2,3%	2,7%	3,4%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%
	US Treasuries	2366,7	-0,4%	-0,2%	2,8%	3,3%	0,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%
	US TIPS	365,4	0,3%	0,6%	3,6%	4,9%	1,8%	3,9%	-11,9%	6,0%	11,0%
	US IG Corporates	3426,9	0,0%	1,9%	3,6%	4,2%	2,1%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%
	US High Yield	2817,4	0,4%	4,0%	3,6%	5,0%	8,2%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%
	Euro Government	243,8	-0,3%	-0,4%	0,4%	0,3%	2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%
	Euro IG Corporates	263,9	0,5%	1,3%	1,8%	2,3%	4,7%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%
	Euro High Yield	495,3	1,1%	2,8%	2,9%	3,4%	9,1%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%
	EM USD Aggregate	1320,7	0,8%	3,4%	4,7%	5,8%	6,6%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%

Source: Bloomberg, 30/07/25



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 &

Responsable Taux

Loic Mittelheisser, Investment Advisor

Pascal Perrone, Gérant obligataire Senior

Achévé de rédiger

le 31/07/2025

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch