



BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES
4^E TRIMESTRE 2025

SOMMAIRE

4^E TRIMESTRE 2025

1. Editorial

Une rentrée électrique !

2. Marchés de taux

Plus colombe que moi, tu meurs !

3. Marchés actions

Baisse des taux et bulle de l'investissement IA, les marchés s'échauffent.

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

UNE RENTRÉE ÉLECTRIQUE !

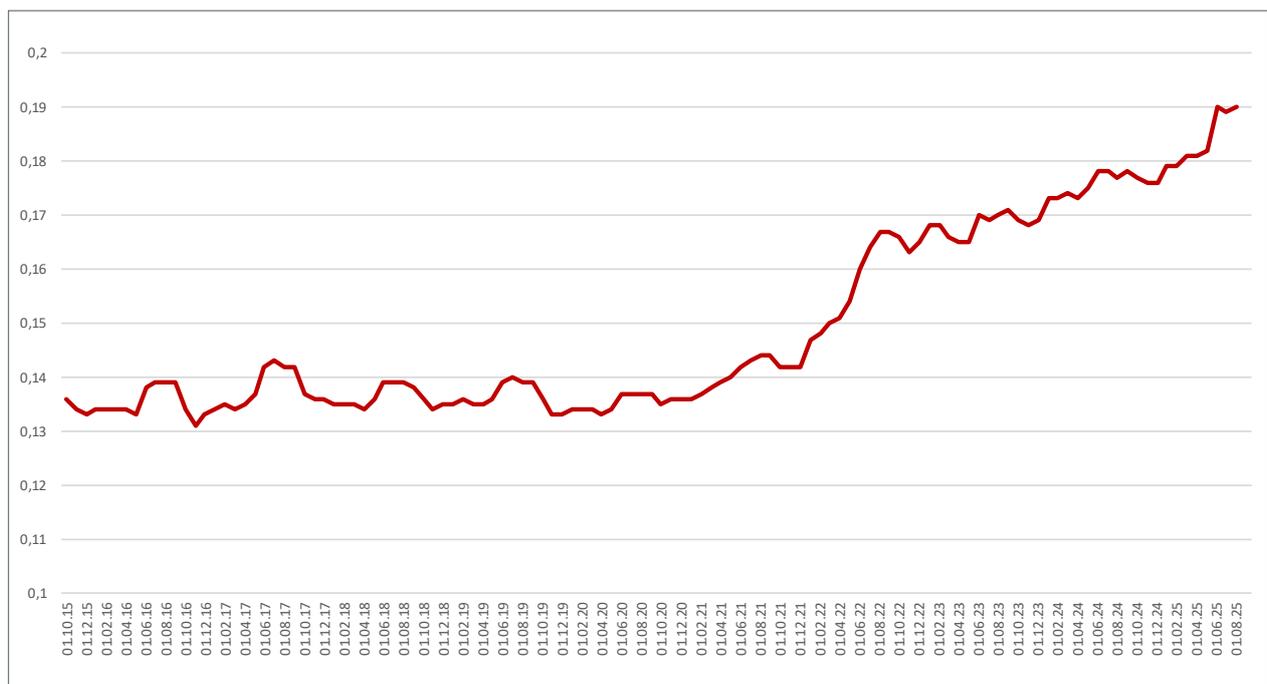
«La différence entre Dieu et Larry Ellison? Dieu ne se prend pas pour Larry Ellison» La boutade lancée à propos du fondateur d'Oracle, avait donné son titre à une biographie fameuse publiée en 1997.

Presque 30 ans plus tard Larry Ellison, «l'ancien» du secteur de la technologie a démontré que l'octogénaire était toujours fringant et capable d'accrocher des records. Mi-septembre au cours d'une séance boursière mémorable le management d'Oracle annonçait avoir signé un contrat de 310 Milliards de dollars avec Open AI, le titre Oracle gagnait près de 40% en séance et la fortune de son fondateur s'accroissait de près de 100 Milliards de dollars. Pour l'homme qui avait parfois été considéré comme un «has been» de la technologie, la journée a dû être d'autant plus savoureuse.

Passé l'effet de sidération il nous est apparu que les marchés étaient tout de même bien généreux: Ce flamboyant contrat ne devrait pas générer de profit avant 2030 et va demander des investissements colossaux, on parle ici de chiffre d'affaires pas de profit. En ajoutant plus de 300 Milliards à la capitalisation d'Oracle il nous semble que les investisseurs sont un peu rapides en besogne.

Quelques jours avant cette annonce fracassante du secteur de la technologie une autre nouvelle boursière avait retenu notre attention: la fusion entre deux sociétés minières: celle d'Anglo-American avec Teck Resources. Les deux sociétés exploitent des mines de cuivre – au Chili notamment- leur fusion devrait amener des synergies importantes, l'ensemble est aujourd'hui valorisé 50 Milliards de dollars environ et se nommera Anglo-Teck.

G1 : PRIX MOYEN DE L'ÉLECTRICITÉ DANS LES VILLES AMÉRICAINES EN USD PAR KWH



Source: Réserve Fédérale St Louis, Banque Eric Sturdza, Janv 2015 - Août 2025

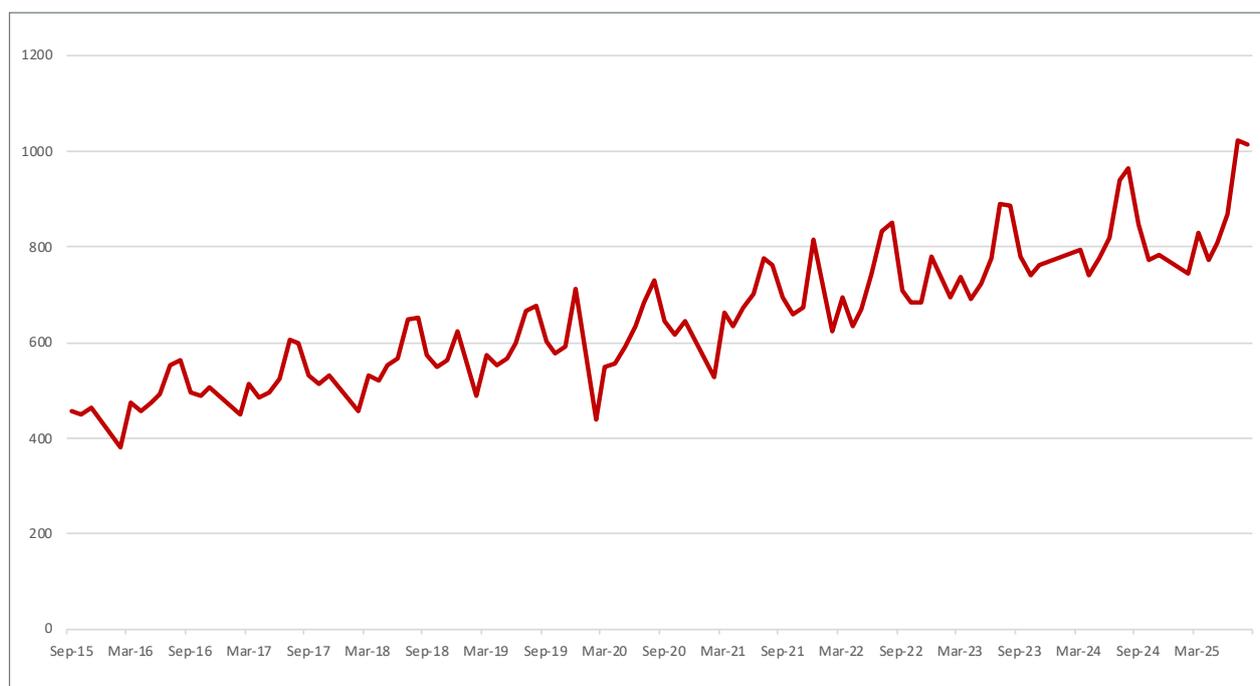
Le lien entre ses deux nouvelles boursières ? Pour mener à bien son contrat Oracle (et avec lui tous les acteurs de l'IA) auront furieusement besoin des Anglo Teck et de leurs compétiteurs. Les infrastructures électriques aux Etats-Unis sont souvent vétustes et en limite de capacité. Les pannes électriques en 2025 étaient deux fois plus importantes qu'en 2015. Les premières estimations à propos du contrat signé par Oracle parlent d'infrastructures consommant 4.5 Gigawatts (en ordre de grandeur la consommation d'une ville de 5 millions d'habitants.) Le réseau électrique- déjà au bord de la saturation – aura besoin de sérieux développements pour faire face aux futurs besoins de l'IA. La hausse rapide des prix de l'électricité aux Etats-Unis reflète déjà un déséquilibre offre demande, un déséquilibre qui ne peut que s'amplifier.

Cette accélération des besoins en électricité n'est pas cantonnée aux Etats-Unis, elle est encore plus visible en Chine, là-bas aussi il faudra plus d'infrastructures électriques, beaucoup plus de centrales...

Sans grande originalité on souhaite évidemment maintenir une exposition à la thématique de l'intelligence artificielle, néanmoins les valorisations du secteur et les réactions boursières observées récemment invitent à la prudence. Une étude publiée par le MIT est arrivée à la conclusion que 95 % des investissements IA menés jusqu'à présent ne débouchaient pas sur des revenus tangibles. Comme lors des grandes innovations précédentes il y aura beaucoup de candidats et peu d'élus.

Warren Buffet aimait à rappeler que lors de la ruée vers l'or les vendeurs de pelles et de pioches avaient souvent fait fortune plus rapidement que beaucoup des chercheurs d'or. Il en est peut-être de même aujourd'hui avec l'IA. Les champions de l'IA sont aujourd'hui très richement valorisés, les acteurs qui rendront possibles l'IA de demain (en particulier ceux qui seront capables de transformer les infrastructures électriques et de produire plus d'électricité) le sont beaucoup moins. Il est sûrement temps de leur allouer plus de capital.

G2: CONSOMMATION TOTALE D'ÉNERGIE – ELECTRICITÉ EN CHINE



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, Sept 15 - Sept 25

2. MARCHÉS DE TAUX

PLUS COLOMBE QUE MOI, TU MEURS !

Banques centrales : objectifs différents, situations différentes

La BCE et la BNS ont maintenu leurs taux directeurs inchangés en septembre. Si l'on peut comprendre aisément notre BNS nationale qui n'a pas voulu franchir le pas des taux négatifs, le statu quo de la BCE est plus difficile à plaider. Dans le même temps, la Fed a finalement fait ce que presque tout le monde attendait d'elle, surtout après le quasi-volte-face de Jerome Powell à Jackson Hole le mois dernier. Les marchés s'attendent désormais à trois ou quatre baisses de taux au cours des douze mois qui viennent.

Aujourd'hui, force est de constater que le maintien des taux longs à un niveau raisonnable fait l'unanimité au sein de l'Administration Trump (notamment au Département du Trésor) et à la Fed. La guerre de succession de Jerome Powell est déclarée et les prétendants rivalisent pour apparaître aux yeux de Donald Trump comme le choix idéal en envisageant des politiques monétaires plus accommodantes les unes que les autres. Stephen Miran est l'exemple parfait du nouveau membre du collège des gouverneurs de l'institution de Washington qui prône une politique résolument agressive face au retour du ralentissement. Les chiffres PCE publiés fin septembre étant conformes aux attentes, le risque inflationniste semble donc passer désormais au second plan.

Après le 5 ans, place au 7 ans

Nous sommes passés de haussiers taux longs à neutres au début de l'été pour devenir un peu plus constructifs sur la duration à partir du symposium de Jackson Hole en août. Il ne s'agissait pas de mettre en place une stratégie agressive en remettant de la duration significativement mais plutôt d'y retourner par ajouts de doses homéopathiques. Nous avons donc commencé timidement par rajouter du 5 ans qui nous paraissait (et nous paraît toujours) représenter le point idéal sur la courbe, avec un profil de baisse de taux presque similaire à celui du 2 ans mais avec une duration pratiquement trois fois plus élevée.

Dans nos mandats obligataires institutionnels, nous avons provisoirement arrêté d'acheter du 5 ans au profit du 7 ans, convaincus que la surenchère des colombes postulant à la succession de Jay Powell va déclencher une détente des taux longs, même très légère. Toutefois, notre conviction n'était pas suffisamment forte pour prendre la décision (et le risque) de remettre du 10 ans dans les portefeuilles à des taux à peine supérieurs à 4%. Nous avons donc opté pour le 7 ans, à mi-chemin entre 5 et 10 ans, avec un potentiel de baisse certain et une duration encore raisonnable. Si l'évolution des marchés obligataires devait aller dans notre sens, la prochaine étape serait (sera) de passer aux choses sérieuses en investissant dans les véritables taux longs. A 90 jours de 2026, il faut investir ou rester suffisamment investi tout en faisant preuve d'une bonne dose de prudence face aux nombreuses incertitudes, ce qui est théoriquement incompatible. Il nous reste à espérer que le quatrième trimestre qui commence sera moins chaotique que celui de 2024.

3. MARCHÉS ACTIONS

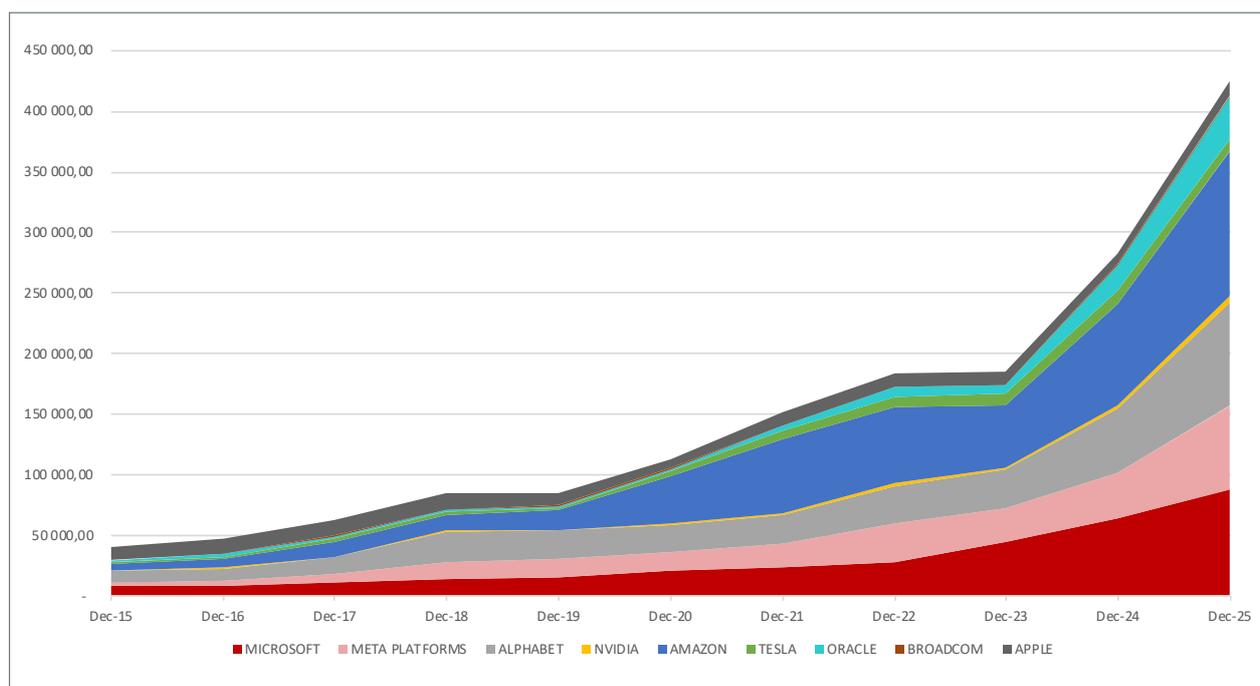
BAISSE DES TAUX ET BULLE DE L'INVESTISSEMENT IA, LES MARCHÉS S'ÉCHAUFFENT.

Alors que les mois de septembre sont traditionnellement plus faibles sur les marchés boursiers, septembre 2025 aura fait mentir la statistique en se révélant être un bon cru pour les marchés actions mondiaux, l'indice phare des grandes valeurs mondiales s'adjugeant 2.6 % sur le mois.

Les marchés actions mondiaux ont été globalement portés par un puissant effet «momentum». Aux États-Unis, le S&P 500 et le Nasdaq signent l'un de leurs meilleurs mois de septembre depuis quinze ans (respectivement +3,1 % et +5,1 %), avec une série de records, notamment dans les valeurs technologiques et celles liées au thème de l'Intelligence Artificielle. Le cas d'Oracle est de ce point de vue assez emblématique : Malgré une publication semestrielle en de-

mi-teinte, la société a vu son cours de bourse bondir en séance de près de 40 % avec l'annonce d'une progression d'USD 300 Mds de son backlog. L'engouement est aussi lié aux nouveaux clients signés par Oracle avec comme porte étendard Open AI, la maison mère de Chat GPT. Si le chiffre donne le tournis, celui-ci est à horizon 2030 et dans l'intervalle va nécessiter d'Oracle d'accroître de manière substantielle ses dépenses d'investissement (USD 27 Mds sur les 4 derniers trimestres soit déjà 4x le montant dépensé sur son année fiscale 2024) et explique aussi l'émission d'USD 15Mds de nouvelles dettes quelques jours après l'annonce. Avec plus d'USD 400 Mds de dépenses d'investissement engagés par les 7 Magnifiques, Broadcom et Oracle pour l'année en cours, c'est la course à l'armement dans l'Intelligence Artificielle et le ticket d'entrée de plus en plus élevé. Si

G3 : DÉPENSES D'INVESTISSEMENT DES 7 MAGNIFIQUES + BROADCOM ET ORACLE



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 2015-2025

ces dépenses ne sont pas un problème pour certains des acteurs tels Microsoft ou Alphabet très profitables et riches à milliards, elle interpelle eu égard aux modèles d'affaires actuellement non-profitables des pure plays de l'AI comme Open AI ou Anthropic pour lesquels cette infrastructure et data-centers sont construits. S'il est tentant de dresser un parallèle avec la bulle d'investissement des années 2000, la situation reste bien différente : Les acteurs cotés d'aujourd'hui (à quelques exceptions près) connaissent une croissance forte mais demeurent très profitables. Il est bon aussi de se rappeler que lors des formations de bulle, les dernières séquences sont celles où sont enregistrées les gains les plus forts et sortir trop tôt peut donc s'avérer coûteux pour l'investisseur.

Au-delà du thème de l'Intelligence Artificielle, le mouvement de baisse des taux de la FED qui redonne un espoir aux sociétés très endettées a aussi marqué un regain d'appétit pour le risque et une timide ouverture du marché américain vers d'autres segments : Le rebond des small caps (Russell 2000 +3.0%) après un beau mois d'Aout en témoigne largement. Si la concentration du marché américain sur une poignée de valeurs rend ce phénomène d'élargissement du leadership difficilement lisible pour l'investisseur, il est néanmoins positif. Si les investisseurs avaient émis quelques doutes en début d'année sur le leadership du marché des actions américaines, ceux-ci sont largement balayés et les flux de capitaux retournent vers le marché américain. En un mot, l'exceptionnalisme américain reste et demeure pour le marché des actions domestiques.

Il faut dire que dans le même temps les valeurs européennes qui avaient beaucoup profité en début d'année d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs mondiaux font aujourd'hui du surplace, handicapées qu'elles sont par la force de l'EUR et l'incertitude tarifaire. L'absence de champions européens dans les domaines clés du Digital et de la Technologie, ainsi que leur faible représentation boursière (par opposition aux Etats-Unis) expliquent grandement le déclassement boursier de l'Europe. Il s'agit

là d'une problématique qui n'est pas partagée par les valeurs asiatiques.

Tout comme aux Etats-Unis, le secteur technologique reste au cœur de l'attraction de la zone Asie que ce soit la chaîne de valeur des semiconducteurs à Taiwan et en Corée du Sud, mais également l'écosystème chinois composé de rivaux chinois aux GAFAM, mais aussi de leaders dans le champ de l'intelligence artificielle qui n'ont pas grand-chose à envier aux sociétés américaines. La Chine reste engagée depuis un an dans une politique de relance que ce soit sur les volets monétaire (baisse des principaux taux directeurs) et budgétaire dont les objectifs demeurent la stabilisation de la croissance chinoise, l'affirmation du leadership chinois dans un certain nombre de secteurs clés et un pivot de la croissance vers un modèle de consommation. Si certains résultats sont encourageants, la difficulté à orchestrer un pivot durable vers un modèle de consommation et le souhait de canaliser l'épargne chinoise vers les marchés boursiers augurent une poursuite des politiques de soutien. La politique plus accommodante de la FED et l'amélioration des conditions financières devraient aussi fournir un support aux pays émergents de la zone et à leurs bourses locales.

Dans cet environnement, nous maintenons nos choix de gestion : Maintien de nos investissements sur la zone américaine qui reste incontournable dans des secteurs clés tels que la Technologie mais maintien aussi d'une certaine vigilance par rapport à la valorisation élevée, aux risques de concentration et de bulle liée à l'investissement IA. Parallèlement à cela, nous continuons de favoriser la zone Asie hors Japon qui n'est pas non plus avare en leaders dans le domaine technologique mais avec une valorisation plus attractive et une dynamique macro intéressante.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	29.09.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
WORLD	MSCI WORLD	46 316	1,7%	7,8%	12,0%	8,9%	12,9%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%
	MSCI EAFE	6 661	3,1%	10,2%	19,0%	13,3%	23,3%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%
	MSCI WORLD GROWTH	7 673	0,6%	5,7%	11,0%	8,1%	10,9%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%
	MSCI WORLD VALUE	24 611	5,1%	12,3%	25,6%	17,1%	24,9%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%
US	DOW JONES	2 435	2,9%	13,8%	20,2%	9,2%	10,0%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%
	S&P 500	556	1,0%	1,0%	2,6%	9,4%	6,0%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%
	S&P500 EW	9 300	1,2%	4,7%	8,9%	13,8%	5,7%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%
	NASDAQ 100	7 881	2,3%	1,5%	-1,4%	6,8%	-2,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%
EUROPE	RUSSELL 2000	23 745	-0,7%	-0,1%	4,7%	19,3%	18,8%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%
	STOXX 600	15 316	2,5%	8,7%	19,6%	32,1%	14,8%	28,1%	-2,0%	10,5%	-12,7%
	FTSE 100	16 632	-1,6%	-2,2%	-2,4%	7,5%	6,2%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%
	CAC 40	1 340	6,5%	11,4%	20,6%	24,6%	5,1%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%
ASIA	DAX	3 132	1,8%	12,5%	16,2%	12,4%	17,7%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%
	SPI SWISS	26 623	6,2%	10,8%	12,8%	32,7%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%
	MSCI EM	4 620	2,7%	18,7%	17,6%	17,4%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%
	TOPIX	3 075	4,5%	9,8%	14,7%	10,4%	17,7%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%
ASIA	HANG SENG	25 078	1,2%	7,7%	9,3%	25,0%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%
	CSI 300	4 497	10,3%	17,1%	15,6%	14,3%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%
FX & COMMODITIES	29.09.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
CURRENCIES	EUR-USD	1,173	0,4%	1,3%	7,8%	13,3%	-6,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%
	EUR-CHF	0,935	-0,1%	-0,4%	-2,6%	-0,6%	1,2%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%
	USD-CHF	0,797	-0,5%	-1,7%	-9,7%	-12,2%	7,8%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%
	USD-JPY	147,7	0,4%	2,9%	-0,4%	-6,1%	11,5%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%
	USD INDEX	97,55	-0,2%	-0,4%	-5,9%	-10,1%	7,1%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%
COMMODITIES	Gold	3643,14	5,7%	7,6%	24,1%	38,8%	27,2%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%
	Silver	42,19	6,2%	16,1%	26,9%	46,0%	21,5%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%
	WTI Crude Oil	62,69	-2,1%	-7,9%	-7,4%	-12,6%	0,1%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%
	Natural Gas	2,94	-1,9%	-15,8%	-28,0%	-19,0%	44,5%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%
	Copper	9994,08	1,8%	2,1%	2,5%	15,5%	2,2%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%
FIXED INCOME	29.09.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
RATES	US 10 year gvt	4,14	(0,09)	(0,22)	(0,17)	(0,43)	69 bps	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps
	German 10 year gvt	2,71	(0,02)	0,23	(0,17)	0,34	34 bps	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	603,8	0,7%	1,7%	3,6%	4,1%	3,4%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%
	US Treasuries	2413,5	0,9%	2,4%	3,2%	5,4%	0,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%
	US TIPS	372,1	0,4%	3,3%	4,1%	6,9%	1,8%	3,9%	-11,9%	6,0%	11,0%
	US IG Corporates	3517,9	1,6%	3,7%	5,3%	6,9%	2,1%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%
	US High Yield	2876,9	0,8%	3,8%	5,8%	7,2%	8,2%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%
	Euro Government	244,2	0,4%	-0,6%	2,6%	0,4%	2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%
	Euro IG Corporates	265,0	0,4%	0,9%	3,2%	2,7%	4,7%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%
	Euro High Yield	499,0	0,4%	1,7%	3,4%	4,2%	9,1%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%
	EM USD Aggregate	1356,1	1,2%	4,5%	6,2%	8,6%	6,6%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%

Source: Bloomberg, 29/09/25

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
Pascal Perrone,
Gérant obligataire Senior

Achévé de rédiger
le 29/09/2025

Contact

Banque Eric Sturdza SA
Edouard Bouhyer
invest@banque-es.ch
www.banque-es.ch