



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
FÉVRIER 2025

SOMMAIRE

FÉVRIER 2025

1. Editorial

Un président, ça « Trump » énormément!

2. Marchés de taux

Retour à la case départ

3. Marchés actions

Europe et Asie face aux « inconnues connues » de Trump

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

UN PRÉSIDENT, ÇA « TRUMP » ÉNORMÉMENT !

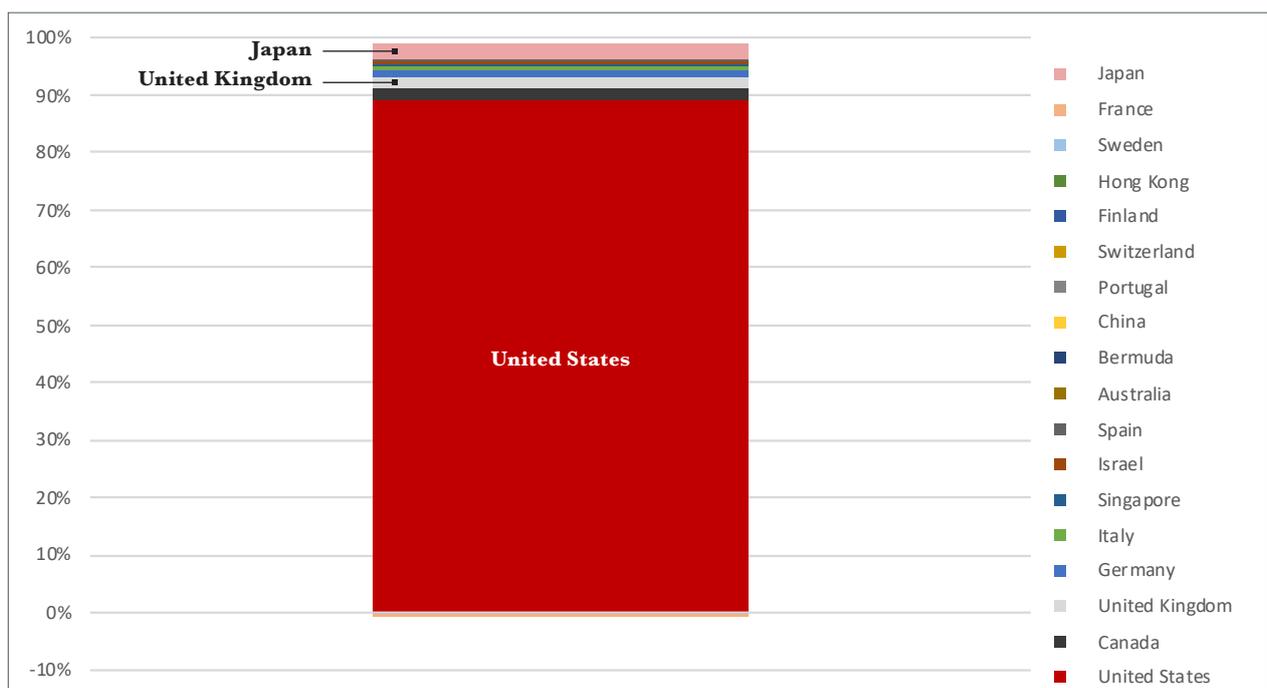
L'investissement de Donald Trump date d'à peine deux semaines mais le président américain avait volé le départ occupant, saturant l'espace médiatique depuis les deux derniers mois. Tant sur les sujets sociaux que sur les sujets économiques, Donald Trump était partout et les marchés pourtant prompts à anticiper avaient parfois du mal à tenir le rythme.

La prédominance écrasante des Etats-Unis n'est pas une nouveauté, la décomposition de performance des marchés mondiaux de l'an dernier nous laisse avec un constat sans appel : la quasi-totalité de la performance 2024 était due aux titres américains ! Et même en regroupant tous les pays d'Europe en une seule catégorie ils apparaîtraient à peine dans le graphe ci-dessous. «USA, what else ?»

Avec une progression de 3.0% en janvier le S&P500 semble galoper sur son rythme effréné de l'an dernier. Nouveauté pourtant, l'Europe et la France volent la vedette avec des gains respectifs de 6% et 7.5%. Cet enthousiasme boursier n'est pas à mettre sur celui des investisseurs résidents : en France ou en Allemagne le moral est en berne. Le ZEW et l'IFO les deux grands indicateurs allemands de confiance ont continué à reculer.

Alors à quoi attribuer ce réveil boursier Européen ? A l'aune de l'actualité américaine on attribuerait ce réveil à des hausses de droits de douane moins violentes qu'attendues, le président s'avérant moins «dur» que le candidat – tout au moins pour le moment... Mais l'explication est sans doute un peu mince. L'analyse des flux des investisseurs montre un rebond soudain et de forte ampleur de l'appétit des investisseurs pour les titres Européens.

G1 : MARCHÉS ACTIONS MONDIAUX - CONTRIBUTION PAR PAYS



Source : Banque Eric Sturdza , Bloomberg, année 2024, base 100

Il nous semble que la raison de cet engouement soudain est plutôt à mettre sur le compte d'un écart de valorisation excessif entre titres américains et titres Européens. Jamais l'écart entre les valeurs du S&P500 et celles du STOXX600 n'a été aussi marqué. La différence de composition de ces indices en explique une partie : Nvidia, Apple ou Tesla n'ont pas d'équivalents européens et la valorisation moyenne de l'indice américain est évidemment tirée vers le haut par ces valeurs, les 7 Magnifiques . Néanmoins un travail plus fin sur les titres européens à forte exposition aux marchés américains (des valeurs comme Ericson, Sanofi, Schneider...) montre que sur cet univers plus restreint et plus «pur» la décote géographique reste importante. Un panier regroupant l'ensemble de ces titres met en évidence «l'anomalie» européenne. Ces titres ont en moyenne une croissance de bénéfice de 16% et se paient 15 fois les bénéfices, leurs équivalents américains se valorisent plus de 20 fois pour une croissance de bénéfices un peu inférieure. En un mot le marché paie mieux «l'adresse » que la croissance réelle des sociétés.

La sous-évaluation de ces belles valeurs de croissance européennes peut parfois vite se révéler: la bonne publication du groupe Richemont a été suivie d'une hausse journalière de 17%, une ampleur boursière rare sur ce type de valeur.

Aucun doute, Trump et son acolyte Elon Musk vont continuer à occuper l'espace médiatique mais en ce qui concerne les marchés financiers friands de «narrative» renouvelées il nous semble que les «Trump trades» perdent de leur dynamique. (Et c'est peu dire que la dynamique a été puissante: Malgré un fléchissement des derniers jours Tesla et le Bitcoin gagnent encore plus de 35% depuis l'élection américaine!)

La nouvelle histoire est peut-être plus proche de nous. Pour reprendre les mots de Larry Fink (dirigeant de Blackrock) prononcés au forum de Davos «*Le pessimisme est trop excessif sur l'Europe*». Ce «narrative» gagne du terrain, ainsi que celui de la guerre commerciale et pourraient aussi se révéler des sources d'opportunités pour les prochains mois.

2. MARCHÉS DE TAUX

RETOUR À LA CASE DÉPART

Rally des TIPS et conséquences sur les breakevens

Deux constatations s'imposent à l'issue de ce premier mois de l'année 2025. Premièrement, les taux nominaux sont de retour sur leurs niveaux de fin d'année voire légèrement en-dessous. Toutefois janvier a été volatil car la première moitié du mois a vu les rendements grimper. Le 13 janvier, le 10 ans américain a dépassé 4.8% et nous semblions nous rapprocher dangereusement du niveau-clé de 5% déjà allègrement franchi par le 20 ans et le 30 ans. L'inflation est en léger retrait et Donald Trump est installé pour de bon à la Maison Blanche. Les taux peuvent souffler ne serait-ce que provisoirement et accessoirement retrouver ponctuellement leur statut de valeur refuge à l'occasion d'événements comme DeepSeek/tech US. En revanche, les taux réels mesurés avec le rendement des TIPS se sont détendus et par conséquent les breakevens d'inflation sont repassés au-dessus de 2.5%. Par conséquent, cela signifie qu'aujourd'hui les TIPS longs ne présentent pas un grand intérêt tandis que les taux nominaux nous laissent sur notre faim.

Premiers meetings de banques centrales

Le Japon avait ouvert le bal le 24 janvier en remontant son taux directeur à 0.5%. Les médias spécialisés anglo-saxons ont affirmé que la BoJ était devenue «hawkish». Passer de 0.25% à 0.5% ne fait pas passer la politique de la BoJ en mode restrictif. Elle est simplement un peu moins accommodante en s'éloignant un peu plus de la politique de taux zéro parce que les niveaux actuels de l'inflation nipponne ne le justifient plus.

La Fed a sagement opté à l'unanimité pour un «wait and see» qui semble logique à la lecture de ces trois chiffres : inflation core à 2.8%, croissance supérieure à 2.5% et chômage stabilisé à 4.1%. A cela se rajoutent quatre incertitudes majeures énumérées par Jay Powell : droits de douane, immigration, fiscalité et réglementation. Nous nous attendons à un statu quo prolongé et il n'est pas anecdotique de remarquer que la phrase «*l'inflation fait des progrès en direction de l'objectif*» a été supprimée cette fois-ci. Les marchés monétaires risquent de faire concurrence aux obligations, en tout cas au cours du premier semestre.

La BCE a logiquement procédé à une cinquième baisse de taux (la quatrième d'affilée). Le processus de désinflation est sur la bonne voie mais l'économie souffre toujours de vents contraires. Les prochaines décisions seront «data dependent» mais à Davos, François Villeroy de Galhau a affirmé qu'il voyait le taux de la BCE autour de 2% dès cet été.

Les politiques monétaires de la Fed et de la BCE sont donc toutes deux légèrement restrictives au-dessus du point neutre. Mais si la Fed risque de rester plus longtemps que prévu en mode «wait and see», son homologue de Francfort risque de passer rapidement en politique accommodante. Cependant, les prochains assouplissements monétaires sont déjà intégrés dans le niveau de rendement du Bund allemand 10 ans à 2.5%.

3. MARCHÉS ACTIONS

L'EUROPE ET L'ASIE FACE AUX

« INCONNUES CONNUES » DE TRUMP

Donald Trump est à peine investi qu'un déluge de décrets présidentiels vient donner le ton et les priorités de sa prochaine mandature. De ce point de vue, la lutte contre l'immigration et l'utilisation des tarifs douaniers comme outils de négociation sont finalement assez conformes à sa campagne. Plus surprenantes sont les premières victimes : le Canada et le Mexique, alliés historiques des Etats-Unis. La Chine conspuée pendant la campagne électorale s'en sort plutôt bien pour l'instant, de même que l'Union Européenne, même si la pression sur cette dernière monte indubitablement. L'occasion nous semble bien trouvée pour regarder l'entrée en fonction de Trump vue d'Europe et de Chine.

Un moment Trumpien pour l'Europe ?

Pour l'Europe, la nouvelle administration s'accompagne de nombreuses « inconnues connues » (ampleur des hausses tarifaires, soutien futur de l'OTAN, trêve en Ukraine, et oui...). Groenland!). Comme toujours, ce qui comptera le plus pour les investisseurs sera probablement l'inconnu (qui n'est pas dans le prix), bien qu'il ne faille pas sous-estimer le fait que cette élection soit susceptible d'entériner une transition de la mondialisation et du libre marché au mercantilisme. À court terme, l'enjeu des droits de douane est considérable. C'est toutefois le cas pour les deux parties du point de vue du déficit commercial des Etats-Unis avec l'UE mais aussi du niveau record des exportations américaines vers l'UE. La relation commerciale entre l'UE et les États-Unis reste le plus grand partenariat bilatéral en matière

de commerce et d'investissement à l'échelle mondiale. Loin d'une résolution rapide ou d'une rupture totale des relations transatlantiques, le scénario central reste celui d'un « désordre géré ». Si des tarifs douaniers sélectifs et progressifs sont probables, une guerre à outrance de part et d'autre ne l'est pas.

Dans une perspective à long terme, l'élection américaine et l'abandon de la mondialisation au profit du mercantilisme et du multilatéralisme au profit de l'économie de guerre pourraient bien servir de signal d'alarme. Le rapport Draghi insiste ainsi sur la nécessité de simplifier les règles, de réduire les charges réglementaires, autant de points aussi urgents pour M. Draghi que pour M. Musk et son DOGE. En s'inspirant du modèle américain, l'affirmation de la souveraineté européenne en matière de défense pourrait être un autre objectif louable, susceptible de soutenir à long terme l'emploi industriel et de prolonger les dividendes de la paix. Enfin, l'Europe a une occasion unique de consolider son avance dans l'angle mort évident de l'administration américaine, en encourageant l'innovation industrielle en matière de décarbonisation et d'efficacité énergétique. Les menaces climatiques sont susceptibles de durer bien plus longtemps qu'un mandat présidentiel de quatre ans et semblent être une meilleure destination pour la R&D privée qu'un secteur automobile malmené. Du point de vue de l'investisseur, il est aussi important de rappeler que les entreprises européennes ne se résument pas à la macroéconomie européenne : le marché Action européen est riche en entreprises de classe mondiale et dotées d'avantages concurrentiels inégalés. Du point de vue de la valorisation, il est également loin d'être une bulle, contrairement à certaines poches du marché américain.

L'Asie et la Chine qui tracent leur route

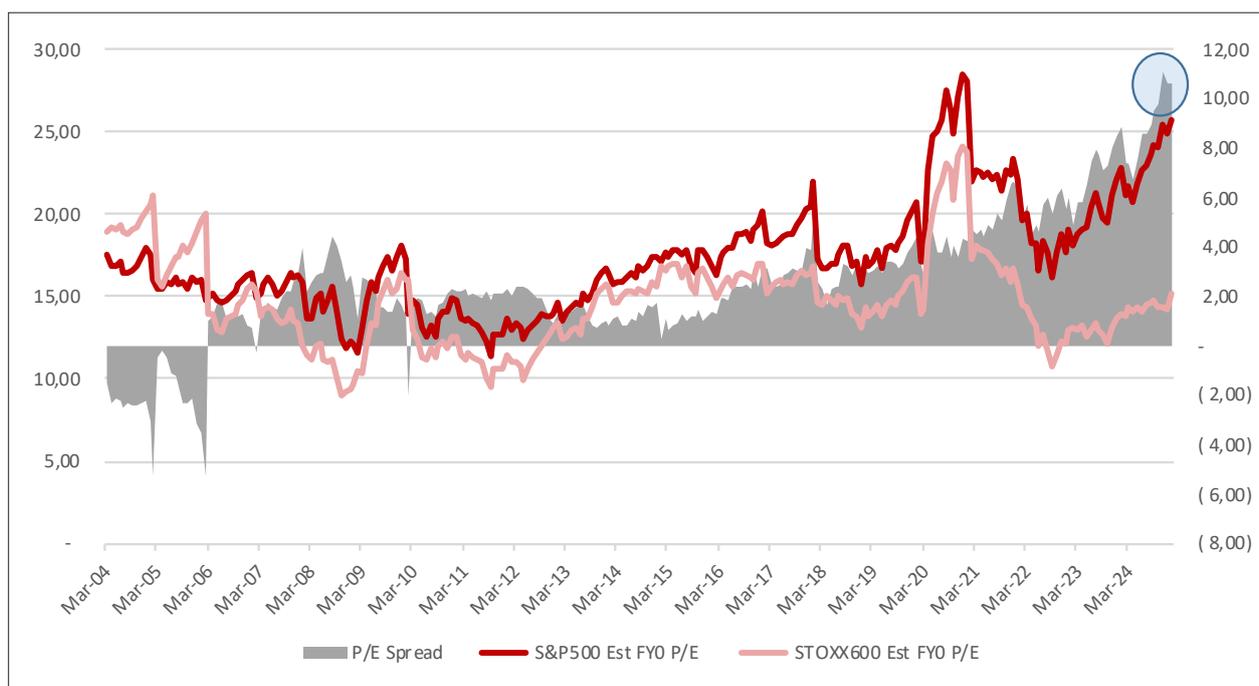
Du côté asiatique et à l'exception notable des Philippines, qui ont clairement pris parti pour les États-Unis, la majorité des pays asiatiques ne veulent pas prendre parti. Il est de bon ton de pouvoir faire des affaires avec les deux géants, sans parler de l'importance croissante des échanges intra-asiatiques. Après une longue période d'ajustement structurel et de défis dans le secteur immobilier, l'économie chinoise semble prête à rebondir en 2025. Le gouvernement s'est efforcé de rétablir la confiance par des mesures économiques ciblées, visant la stabilisation de l'immobilier, les réformes des marchés de capitaux. Avec l'épargne des ménages accumulée ces dernières années, les dépenses de consommation et l'investissement pourraient être les deux facteurs susceptibles de porter la croissance du PIB au-delà de l'objectif annuel de 5%. Bien que les craintes d'une guerre commerciale prolongée demeurent, les risques commerciaux sont atténués par les me-

sures de relance ciblées et la diversification croissante des relations commerciales de la Chine. La croissance continue des secteurs tels que les véhicules électriques, les batteries et les semi-conducteurs met en évidence le leadership mondial de la Chine dans de nombreux domaines manufacturiers.

Dernier exemple en date dans le domaine de l'IA, le modèle DeepSeek R1 en open source a montré sa capacité à fonctionner sur un pied d'égalité avec les derniers modèles d'Open AI, voire à les surpasser et cela à un coût d'exploitation minimale. En détruisant en une seule séance près d'un milliard de capitalisation boursière des géants de la tech américaine, cette annonce a montré qu'il faudrait compter avec la Chine et du caractère excessif de certaines attentes liées à l'IA.

Du point de vue de la diversification il nous semble aujourd'hui que les investisseurs seraient bien avisés de regarder au-delà des 70 % des marchés mondiaux représentés par les actions américaines.

G2: S&P500 & STOXX600 EST FY0 P/E (ECH GAUCHE) ET P/E SPREAD(ECH. DROITE)



Source: Bloomberg Banque Eric Sturdza, 2004-2024

5. PERFORMANCES

EQUITIES	30.01.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
MSCI WORLD	MSCI WORLD	3 853	3,9%	5,7%	7,9%	3,9%	17,0%	24,4%	-17,7%	22,4%	16,5%
	MSCI WORLD GROWTH	5 938	2,9%	8,8%	11,4%	2,9%	25,1%	37,3%	-29,0%	21,4%	34,2%
	MSCI WORLD VALUE	3 859	5,0%	2,5%	4,3%	5,0%	9,0%	12,4%	-5,8%	22,8%	-0,3%
WORLD & US	DOW JONES	44 882	5,5%	7,5%	9,9%	5,5%	12,9%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%
	S&P 500	6 071	3,2%	6,4%	9,9%	3,2%	23,3%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%
	S&P500 EW	7 399	4,2%	3,6%	6,4%	4,2%	10,9%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%
	NASDAQ 100	21 508	2,4%	8,1%	11,1%	2,4%	24,9%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%
EUROPE	RUSSELL 2000	2 307	3,5%	5,0%	2,3%	3,5%	10,0%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%
	STOXX 600	539	6,2%	6,6%	4,0%	6,2%	6,0%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%
	FTSE 100	8 647	5,8%	6,6%	3,3%	5,8%	5,7%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%
	CAC 40	7 942	7,6%	8,0%	5,4%	7,6%	-2,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%
	DAX	21 781	9,4%	14,2%	17,7%	9,4%	18,8%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%
ASIA	SWISS MARKET	12 657	9,1%	7,3%	2,8%	9,1%	4,2%	7,1%	-14,3%	23,7%	4,3%
	SPI SWISS	16 811	8,7%	7,0%	2,8%	8,7%	6,2%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%
	MSCI EM	1 096	1,9%	-2,1%	1,0%	1,9%	5,1%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%
	TOPIX	2 789	0,1%	3,5%	-0,2%	0,1%	17,7%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%
FX & COMMODITIES	HANG SENG	20 225	0,8%	-0,5%	16,6%	0,8%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%
	CSI 300	3 817	-3,0%	-1,9%	10,9%	-3,0%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%
	EUR-USD	1,039	0,4%	-4,5%	-4,0%	0,4%	-6,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%
	EUR-CHF	0,945	0,6%	0,5%	-0,6%	0,6%	1,2%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%
CURRENCIES	USD-CHF	0,910	0,3%	5,3%	3,6%	0,3%	7,8%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%
	USD-JPY	154,3	-1,9%	1,5%	2,9%	-1,9%	11,5%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%
	USD INDEX	107,80	-0,6%	3,7%	3,6%	-0,6%	7,1%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%
	Gold	2794,59	6,5%	1,8%	14,2%	6,5%	27,2%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%
	Silver	31,60	9,3%	-3,3%	8,9%	9,3%	21,5%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%
COMMODITIES	WTI Crude Oil	72,73	1,4%	5,0%	-6,6%	1,4%	0,1%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%
	Natural Gas	3,05	-16,1%	12,6%	49,7%	-16,1%	44,5%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%
	Copper	9008,68	4,1%	-3,9%	-1,0%	4,1%	2,2%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%
	FIXED INCOME	30.01.25	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021
RATES	US 10 year gvt	4,52	(0,05)	0,23	0,49	(0,05)	69 bps	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps
	German 10 year gvt	2,52	0,15	0,13	0,22	0,15	34 bps	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	582,4	0,4%	0,8%	1,7%	0,4%	3,4%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%
	US Treasuries	2304,5	0,6%	-0,2%	-0,1%	0,6%	0,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%
	US TIPS	352,2	1,2%	0,0%	0,5%	1,2%	1,8%	3,9%	-11,9%	6,0%	11,0%
	US IG Corporates	3314,3	0,8%	0,1%	1,0%	0,8%	2,1%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%
	US High Yield	2719,9	1,4%	2,1%	4,9%	1,4%	8,2%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%
	Euro Government	241,8	-0,6%	0,3%	1,1%	-0,6%	2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%
	Euro IG Corporates	258,1	0,1%	1,2%	2,5%	0,1%	4,7%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%
	Euro High Yield	480,4	0,3%	1,8%	4,7%	0,3%	9,1%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%
	EM USD Aggregate	1262,2	1,1%	1,0%	3,5%	1,1%	6,6%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%

Source: Bloomberg, 30/01/25

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, Responsable Gestion Taux

Ludovic LABAL,

Gérant actions européennes

Shasha LI MAFLI,

Gérante actions asiatiques

Achévé de rédiger

le 31/01/2025

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch