



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
MARS 2025

SOMMAIRE

MARS 2025

1. Editorial

Les Cent-Jours

2. Marchés de taux

Une baisse de taux sans baisse de taux

3. Marchés actions

*The Art of the Deal**

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

* *Donald Trump*

1. ÉDITORIAL

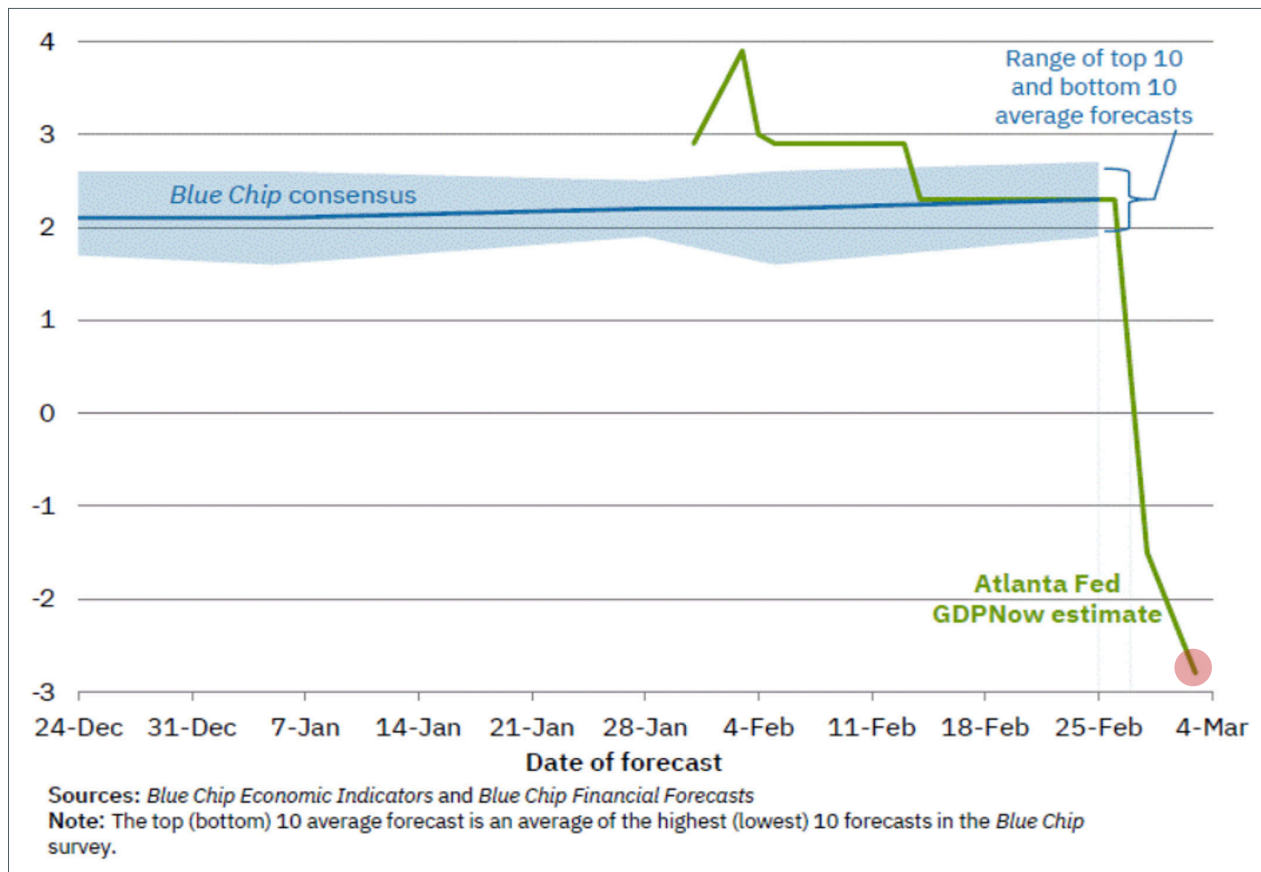
LES CENT-JOURS

Si historiquement l'expression désignait le bref retour de Napoléon Bonaparte en France entre mars à juillet 1815, elle est restée pour marquer l'état de grâce dont jouit un nouveau gouvernement et pendant lequel il peut lancer ses réformes les plus ambitieuses. Rarement l'expression n'a semblé si à propos dans le cas de Donald Trump tant il semble sur tous les fronts : de la résolution des crises internationales au Moyen Orient et en Ukraine en passant par le lancement d'un plan à 500 Mds USD dans l'Intelligence Artificielle ou aux coupes dans l'état fédéral mises sur pied par le DOGE (Department Of Governmental Efficiency)

d'Elon Musk. Depuis un mois, les regards du monde entier sont tournés vers la Maison Blanche et son locataire mi- sidérés et mi- inquiets se demandant déjà ce que les 47 mois restant du mandat présidentiel de Donald Trump peuvent réserver...

Il faut dire que le rythme impulsé sur le premier mois est particulièrement vigoureux et les décisions dures à suivre. Sur le front des relations commerciales, après avoir vertement menacé d'imposer 25% de droits de douane sur les importations en provenance du Canada et du Mexique, Donald Trump a décidé de les suspendre pour un mois (sans pour autant les annuler) en échange d'un contrôle plus

G1 : NOWCAST PIB USA T1 2025



Source: Réserve Fédérale Atlanta 01/03/2025

fort de la frontière. La Chine à qui il était promis 60% à minima de droits de douane sur ses exportations s'est prise un modeste 10%. Quant aux Européens, ils ont réussi pour l'instant à passer entre les gouttes mais le répit sera de courte durée... Le scénario commence à être éprouvé et les réactions éphémères aussi: Chaque annonce de nouveaux droits de douane renforce de manière éphémère l'US Dollar et déclenche des réactions épidermiques sur les marchés actions avant que tout ceci ne se normalise en cas de recul ou de suspension. Quant au département de l'efficacité gouvernementale (DOGE), son action inspirée des méthodes d'Elon Musk aura permis en quelques semaines d'engranger quelques coupes symboliques dans le budget tentaculaire de l'état fédéral américain (ex. USD 44mds au titre du budget de l'US AID) sans que les impacts juridiques de long terme ou en terme de «soft power» soient très clairs. Sans coupes profondes dans les programmes sociaux Medicaid et Medicare, ainsi que dans le budget de la défense, l'objectif de réduction de USD 2'000 Mds risque de rester lettre morte. Autant de réformes qui semblent difficiles à entreprendre y compris dans la période des cent-jours...

L'incertitude créée par la politique tarifaire, et dans une moindre mesure celle créée dans la fonction publique et les entreprises privées sous contrat avec le gouvernement fédéral ne sont pas étrangères au «soft patch» actuel de l'économie américaine. Après plusieurs trimestres de «surperformance» économique et une année 2024 marquée par d'importantes largesses électorales, l'activité économique devrait reculer au 1er trimestre (cf. graphique 1), un atterrisage qui pourrait laisser des traces.

Finalement, l'action de ses 30 premiers jours a plus été marquée par les tentatives de résolution des crises internationales de Gaza à l'Ukraine et cela non sans un certain sens du timing puisque le mois de février aura marqué le 3^e anniversaire de l'invasion de l'Ukraine par les forces russes. Là encore, Donald Trump a montré combien il était imprévisible 1- en renouant avec Vladimir Poutine, 2- en excluant les

Européens des discussions et 3- en cherchant à extorquer à l'Ukraine un «deal» minier sur les terres rares si critiques dans la production d'armements et de produits technologiques.

En Europe, le tempo s'accélère également. En dépit de la montée du parti d'extrême droite allemand AfD, Friedrich Merz, arrivé en tête avec la CDU/CSU est en position de constituer la future coalition appelée à gouverner. Ce dernier prône un traitement de choc (baisse d'impôts, dérégulation) pour sortir l'Allemagne de la récession dans laquelle elle est enlignée depuis deux ans. Son discours volontariste sur l'idée d'une défense européenne indépendante participe également à relancer une certaine idée de la construction européenne en panne ces dernières années. Encore une fois, c'est dans la douleur que l'Europe avance. Cette dynamique couplée au retard de valorisation de l'Europe et aux flux qui reviennent sur la zone ne sont pas étrangers aux bons résultats enregistrés par les marchés européens en ce début d'année.

Si les «cent-jours» de Donald Trump sont loin d'être terminés, ils se révèlent plein de surprises: Les sujets internationaux et de guerre commerciale prennent le pas sur les sujets économiques domestiques et les promesses de baisses d'impôts du candidat Trump. Une raison selon nous pour rester vigilant sur le marché américain dans un contexte de valorisation et d'attentes élevées. Quand bien même la menace de droits de douane demeure un risque de court terme, le retrait américain et l'émergence d'une nouvelle dynamique européenne constituent une opportunité pour poursuivre l'intégration européenne. Une raison pour ne pas délaissier ce continent et s'intéresser aussi aux «cent-jours» de M. Merz!

2. MARCHÉS DE TAUX

UNE BAISSSE DES TAUX SANS BAISSSE DES TAUX

Des minutes du FOMC intéressantes

La fin de mois a été une fois de plus riche en enseignements mais si nous devons ne retenir qu'une chose, ce serait sans hésiter la publication des minutes du dernier FOMC. On y apprend que la Fed pourrait ralentir le rythme de son Quantitative Tightening (QT) voire décider de faire une pause. L'argument principal utilisé par la banque centrale est le risque lié au plafond de la dette dans un contexte de variation des réserves potentiellement élevées durant cette période d'incertitude. L'idée est de mettre en suspens le QT en attendant une résolution du problème épineux du fameux debt ceiling. Il faudra donc être très attentifs sur ce sujet les 19 mars et 7 mai. A priori, la Fed devrait annoncer un statu quo sur ses taux directeurs mais pourrait assouplir ou abandonner son programme de QT. Ce serait donc une manière de baisser ses taux sans toucher aux taux. Ce serait également une stratégie plutôt astucieuse d'accompagner l'administration Trump dans son désir de voir la partie longue de la courbe se détendre. Un début de Yield Curve Control devrait en effet avoir comme préalable un abandon du QT.

Faut-il accorder de l'importance aux accords Mar-a-Lago? Le président Trump pourrait forcer certains investisseurs non-résidents en US Treasuries d'échanger leurs dettes à durée courte contre des Treasuries ultra-longues. Cela nous paraît improbable car une telle opération s'apparenterait à une restructuration de dette, donc potentiellement à un défaut technique. Pour l'instant, cela nous semble donc inimaginable et les commentateurs insistent sur l'habitude qu'a Donald Trump dans de nombreux domaines à choquer son auditoire par des propos à l'emporte-pièce. Ce sujet est à surveiller de près mais il fait partie d'un plan plus vaste dont le but est également de réduire la surévaluation du dollar.

Eviter les tips et certains supranationaux

Mars n'a pas encore commencé et nous commençons déjà à bâtir notre stratégie pour le second trimestre. Passons rapidement sur les deux grands sujets habituels que sont la durée via les Treasuries longues et les crédits. Le 10 ans se retrouve au milieu du gué, dans un couloir 4.25%-4.50% avec à moyen terme une tendance à la baisse mais à court terme un risque de remonter vers 4,8%-5%. Par conséquent nous sommes neutres en attendant d'y voir plus clair. Les crédits sont chers mais leur carry reste attractif. En durée 3-6 ans, il est encore possible de construire des portefeuilles intéressants. Attention toutefois au spread entre émetteurs notés A et ceux notés BBB. La différence est parfois trop mince et mieux vaut abandonner une poignée de points de base pour investir dans de la qualité plus élevée.

Messieurs Trump et Musk pourraient décider de retirer la contribution des Etats-Unis à certaines institutions financières internationales de premier plan.

Le sujet des TIPS est plus compliqué. Nous avons décidé depuis plusieurs semaines de délaisser les TIPS au profit de leurs homologues à taux nominal. Les breakevens d'inflation ont augmenté sensiblement et les taux réels se retrouvent par conséquent trop bas par rapport aux taux nominaux. Comme les chiffres parlent parfois mieux que les mots, prenons l'exemple de Treasuries à échéance avril 2026 puisque dans quelques semaines, il s'agira du taux à un an. Depuis le début de l'année, le rendement du Treasury à taux nominal 15 avril 2026 est passé de 4,24% à 4,23%. Celui de son homologue TIPS est passé de 2,02% à 1,16%. Les anticipa-

tions d'inflation du marché ont rejoint les nôtres et aujourd'hui nous préférons investir à 4,23 % plutôt qu'à 1,16 % réel.

Le dernier sujet abordé dans cette chronique est majeur puisqu'il s'agit d'évoquer un black swan potentiellement grave. Depuis des lustres, nous avons l'habitude d'investir en dettes supranationales notées AAA-AA dans nos portefeuilles dont les contraintes d'investissement exigent une qualité extrêmement élevée. Aujourd'hui, le risque potentiel est énorme car dans leur quête d'économie et de rationalisation de leur gestion, messieurs Trump et Musk pourraient décider de retirer la contribution des États-Unis à certaines institutions financières internationales de premier plan. On parle potentiellement, pour ne citer que les trois principaux organismes concernés, de 48 % du budget de NADB (Aa1/AA) qui émet d'ailleurs la plupart du temps en CHF, de 30 % du budget de IADB (Aaa/AAA) et de 17 % de celui d'IBRD (Aaa/AAA). Aujourd'hui, le risque est faible, personne n'en parle et l'éventualité d'un tel cataclysme n'est même pas apparu en filigrane dans les prix. Nous évaluons le risque pour éventuellement envisager des mesures de précaution et de prudence. Il s'agit sans aucun doute de l'un de nos chantiers majeurs du printemps 2025.

3. MARCHÉS ACTIONS

THE ART OF THE DEAL*

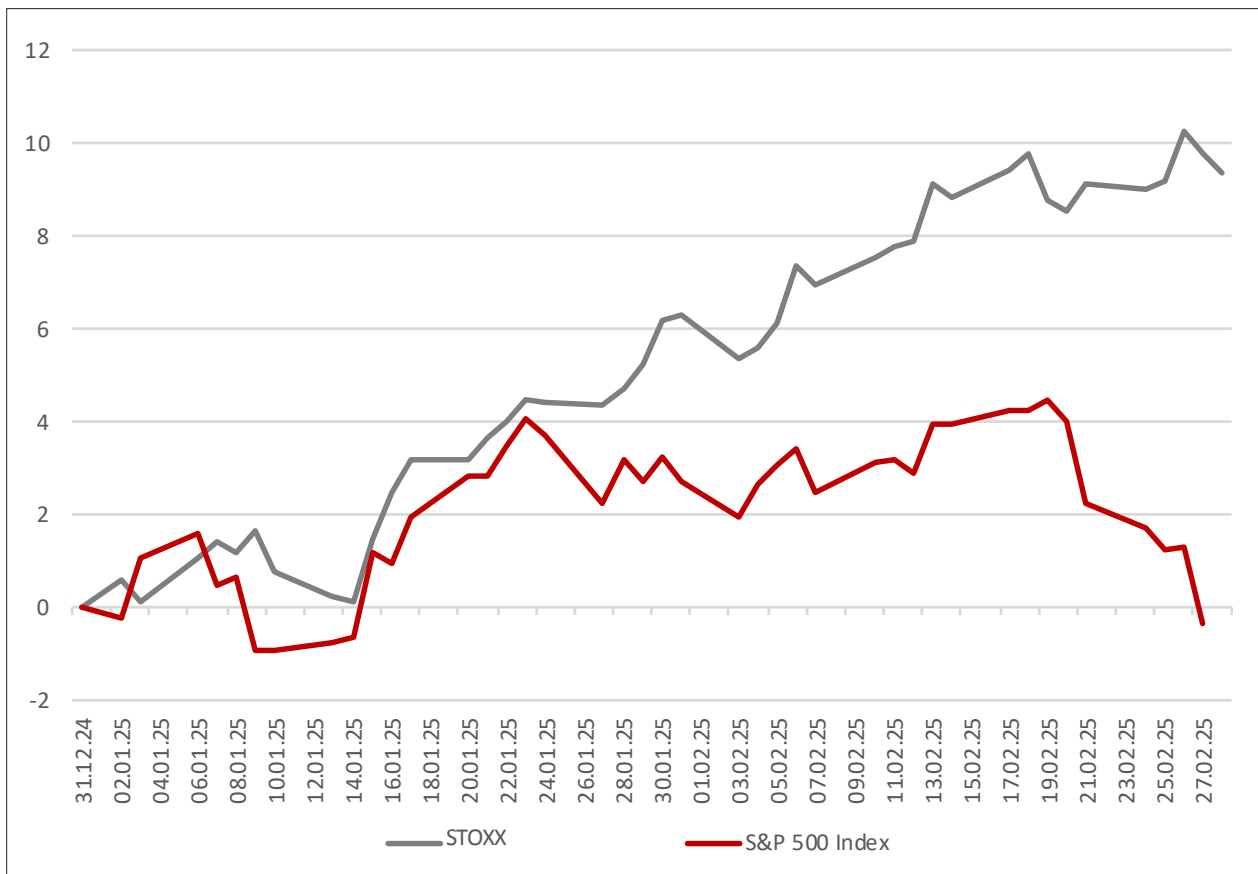
Il avait prévenu le monde, ses intentions sont claires et rien ne semble l'arrêter dans sa volonté de rendre les Etats-Unis «Great Again». Comment parler de marché financier ou même d'actualité sans être confronté à une réalité, le président Trump mène la danse et fait le chaud et le froid dans le monde. Même si sa ligne de conduite est claire, ses actions et ses décisions ne le sont pas toujours et provoquent des incertitudes qui animent les places de bourse.

Par exemple, sa politique commerciale était annoncée mais son déploiement provoque quelques surprises tant sur le fond que sur la forme. 25% sur les

importations en provenance du Mexique et de son partenaire le Canada avec un préavis négocié en échange du renforcement de la sécurité aux frontières. Tarifs identiques fraîchement annoncés pour l'Europe au milieu même des négociations pour l'arrêt de la guerre en Ukraine. Du côté de la Chine la nouvelle taxe à l'importation de 10% est à ce jour beaucoup plus modérée qu'annoncée.

Sur le plan international, c'est non sans surprise que Trump se rapproche de Poutine pour négocier une sortie de la Guerre tout en se partageant l'exploitation de terres rares en Ukraine suscitant de vifs débats dans le monde sur les implications géopolitiques d'un tel rapprochement.

G2: STOXX600 VS S&P500



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

* Donald Trump

Le vieux continent subit de plein fouet les changements de directions de son partenaire stratégique américain et comprend, mieux vaut tard que jamais, que le monde est en plein bouleversement et qu'il est temps de gagner en indépendance.

Ces éléments ont des effets directs sur les marchés tant ils impactent les entreprises et les prévisions microéconomiques et macroéconomiques.

Le niveau de valorisation des marchés américains est toujours très élevé (S&P500 PE 24x) et sa croissance très dépendante des géants de la technologie. Leurs résultats et prévisions semblent d'ailleurs aujourd'hui moins en mesure de justifier cette prime que ce ne fut le cas en 2024. Il n'est pas étonnant de voir une certaine normalisation se mettre en place. Notre positionnement de maintenir des valeurs européennes et suisses où le ratio rendement/risque nous semble plus attractif porte ses fruits.

A ce jour, alors que les Etats-Unis passent en performance YTD négative (S&P500 -0.5 %, Nadaq -3.9 %), l'Europe sort du jeu avec +9.5 % pour le Stoxx 600, CAC40 +11 %, DAX +13 %, SMI +12 %. (cf. graphique 2).

Malgré l'instabilité qui règne, les mauvaises nouvelles semblent déjà intégrées dans le prix des actifs de ce côté du monde et chaque élément positif ou perçu comme tel, fait réagir les marchés actions et redonne de l'espoir pour le futur positionnement du vieux continent dans un monde actuellement tri-polarisé Etats-Unis, Russie, Chine.

Pour naviguer dans cet environnement mouvant qui change au rythme des annonces de Trump, nous maintenons nos axes géographique et notre préférence pour les gestions actives et les solutions d'investissement asymétriques. Nous continuons à favoriser la diversification dans les portefeuilles qui affiche plus que jamais son intérêt dans de telle circonstance de marché.

5. PERFORMANCES

| EQUITIES | 28.02.25 | CURRENT | 1 M | 3M | 6M | YTD | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 |
|------------------|---------------------------|---------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|----------|
| US | DOW JONES | 43 240 | -2,9% | -3,7% | 4,0% | 1,6% | 12,9% | 16,2% | -6,9% | 20,9% | 9,7% |
| | S&P 500 | 5 862 | -3,0% | -2,8% | 3,8% | -0,3% | 23,3% | 26,3% | -18,1% | 28,7% | 18,4% |
| | S&P500 EW | 7 206 | -1,8% | -5,1% | 1,3% | 1,5% | 10,9% | 13,8% | -11,5% | 29,6% | 12,8% |
| | NASDAQ 100 | 20 551 | -4,3% | -1,8% | 5,0% | -2,2% | 24,9% | 55,1% | -32,4% | 27,5% | 48,9% |
| | RUSSELL 2000 | 2 140 | -6,5% | -12,1% | -3,5% | -4,1% | 10,0% | 16,9% | -20,5% | 14,8% | 19,9% |
| EUROPE | STOXX 600 | 557 | 3,3% | 9,2% | 6,1% | 9,8% | 6,0% | 16,6% | -9,9% | 25,8% | -1,4% |
| | FTSE 100 | 8 810 | 1,6% | 6,3% | 5,2% | 7,8% | 5,7% | 7,7% | 4,6% | 18,4% | -11,4% |
| | CAC 40 | 8 112 | 2,0% | 12,1% | 6,3% | 9,9% | -2,2% | 20,1% | -6,7% | 31,9% | -5,0% |
| | DAX | 22 551 | 3,8% | 14,9% | 19,3% | 13,3% | 18,8% | 20,3% | -12,3% | 15,8% | 3,5% |
| | SPI SWISS | 17 150 | 2,4% | 9,4% | 3,9% | 10,8% | 6,2% | 6,1% | -16,5% | 23,4% | 3,8% |
| ASIA | MSCI EM | 1 124 | 2,8% | 4,2% | 2,2% | 4,5% | 5,1% | 10,2% | -19,8% | -2,3% | 18,8% |
| | TOPIX | 2 682 | -3,8% | 0,1% | -1,1% | -3,7% | 17,7% | 28,3% | -2,5% | 12,8% | 7,4% |
| | HANG SENG | 22 941 | 13,4% | 18,1% | 27,5% | 14,4% | 17,7% | -10,5% | -12,6% | -11,8% | -0,2% |
| | CSI 300 | 3 890 | 1,9% | -0,7% | 17,1% | -1,1% | 14,7% | -9,1% | -19,8% | -3,5% | 29,9% |
| FX & COMMODITIES | 28.02.25 | CURRENT | 1 M | 3M | 6M | YTD | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 |
| CURRENCIES | EUR-USD | 1,039 | 0,3% | -1,8% | -6,0% | 0,3% | -6,2% | 3,1% | -5,9% | -6,9% | 8,9% |
| | EUR-CHF | 0,937 | -0,8% | 0,5% | -0,2% | -0,3% | 1,2% | -6,1% | -4,6% | -4,0% | -0,4% |
| | USD-CHF | 0,902 | -1,0% | 2,3% | 6,1% | -0,6% | 7,8% | -9,0% | 1,3% | 3,1% | -8,4% |
| | USD-JPY | 150,3 | -3,2% | 0,3% | 2,8% | -4,4% | 11,5% | 10,5% | 13,9% | 11,5% | -4,9% |
| | USD INDEX | 107,36 | -0,9% | 1,5% | 5,6% | -1,0% | 7,1% | -2,1% | 8,2% | 7,0% | -7,3% |
| COMMODITIES | Gold | 2844,19 | 1,6% | 7,6% | 13,6% | 8,4% | 27,2% | 13,1% | -0,3% | -4,2% | 25,0% |
| | Silver | 30,98 | -1,0% | 1,2% | 7,3% | 7,2% | 21,5% | -0,7% | 2,8% | -13,6% | 48,7% |
| | WTI Crude Oil | 69,89 | -3,6% | 2,8% | -5,0% | -2,6% | 0,1% | -10,7% | 6,7% | 59,1% | -21,5% |
| | Natural Gas | 3,87 | 27,1% | 15,0% | 81,9% | 6,5% | 44,5% | -43,8% | 20,0% | 46,9% | 16,0% |
| | Copper | 9381,31 | 5,1% | 5,5% | 2,9% | 8,4% | 2,2% | 0,9% | -14,1% | 25,7% | 26,0% |
| FIXED INCOME | 28.02.25 | CURRENT | 1 M | 3M | 6M | YTD | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 |
| RATES | US 10 year gvt | 4,22 | (0,32) | 0,05 | 0,32 | (0,35) | 69 bps | 0 bps | 237 bps | 60 bps | -100 bps |
| | German 10 year gvt | 2,41 | (0,05) | 0,32 | 0,11 | 0,04 | 34 bps | -54bps | 275 bps | 39 bps | -38 bps |
| BONDS | Global Aggregate USD hdg. | 587,9 | 0,9% | 0,6% | 1,5% | 1,3% | 3,4% | 7,1% | -11,2% | -1,4% | 5,6% |
| | US Treasuries | 2341,2 | 1,7% | 0,7% | 0,2% | 2,2% | 0,6% | 4,1% | -12,5% | -2,3% | 8,0% |
| | US TIPS | 357,8 | 1,5% | 1,1% | 1,3% | 2,8% | 1,8% | 3,9% | -11,9% | 6,0% | 11,0% |
| | US IG Corporates | 3365,0 | 1,7% | 0,3% | 0,9% | 2,3% | 2,1% | 8,5% | -15,8% | -1,0% | 9,9% |
| | US High Yield | 2737,2 | 0,6% | 1,6% | 3,8% | 2,0% | 8,2% | 13,4% | -11,2% | 5,3% | 7,1% |
| | Euro Government | 244,1 | 0,6% | -0,9% | 1,6% | 0,4% | 2,0% | 7,1% | -18,2% | -3,4% | 4,7% |
| | Euro IG Corporates | 260,5 | 0,6% | 0,6% | 3,1% | 1,0% | 4,7% | 8,2% | -13,6% | -1,0% | 2,8% |
| | Euro High Yield | 487,0 | 1,2% | 2,4% | 4,8% | 1,7% | 9,1% | 12,8% | -11,1% | 4,2% | 1,8% |
| | EM USD Aggregate | 1279,1 | 1,4% | 1,3% | 2,8% | 2,5% | 6,6% | 9,1% | -15,3% | -1,7% | 6,5% |

Source: Bloomberg, 28/02/25

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

Pascal Perrone, Gérant obligataire Senior

Jeremy Dutoit, Responsable Advisory

Achévé de rédiger

le 04/03/2025

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch