



BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
DÉCEMBRE 2024

SOMMAIRE

DÉCEMBRE 2024

1. Editorial

Trump 2.0, la revanche ?

2. Marchés de taux

Message des taux longs : l'inflation est de retour

3. Marchés actions

Entre espoirs de reprise et craintes persistantes

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

TRUMP 2.0, LA REVANCHE ?

Le cinéma hollywoodien est coutumier pour ses films à succès de la programmation de suites plus ou moins réussies. A bien des égards, le retour de Donald Trump à la Maison Blanche n'est pas sans évoquer ces suites cinématographiques, dans lesquelles le héros revient dans une nouvelle intrigue après un laps de temps plus ou moins long. S'il est encore trop tôt pour dresser le bilan économique de la deuxième mandature de Trump, force est de constater que les marchés en particulier américains ne sont pas restés indifférent au retour annoncé de Donald Trump avec une hausse d'un peu moins de 6 % sur le mois.

T1 : DÉFICITS COMMERCIAUX
AMÉRICAINS 2023 VS. 2016

Trading Partner	Deficit \$M) (2023		
	2023	2016	Var.
China	259.871	327.151	-20.57%
Mexico	204.841	103.862	97.22%
Canada	128.790	55.300	132.89%
Vietnam	99.549	33.397	198.08%
Germany	81.939	66.048	24.06%
Japan	63.705	62.899	1.28%
Ireland	58.606	30.979	89.12%
Italy	45.732	29.816	53.38%
South Korea	44.527	26.543	67.76%
India	40.948	25.424	61.06%
Thailand	37.019	17.389	112.89%
Malaysia	26.414	23.261	13.56%
Switzerland	19.661	12.311	59.71%
Indonesia	15.084	11.884	26.93%
Austria	13.643	7.235	88.64%

Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza

Il faut bien reconnaître quelques similitudes entre les codes du cinéma hollywoodien et ceux de la politique américaine. Tout d'abord, il n'existe pas de bonnes suites sans le retour très séquencé du héros, un rôle qui convient plutôt bien à un Donald Trump revanchard. Ensuite un minimum de suspens est requis pour faire un bon film et de ce point de vue la campagne électorale et le scénario de l'élection nous ont largement servi avec leurs lots de rebondissements et gageons que le caractère toujours très imprévisible de D. Trump nous en garantit quelques autres. Enfin, il n'y a pas de bon film sans une bonne histoire. Sous cet angle, le scénario d'un retour aux affaires de Donald Trump a presque tout pour plaire aux marchés financiers entre les promesses de baisses d'impôt et celles d'un vaste mouvement de dérégulation sur le modèle libertarien prôné par Elon Musk, le nouveau «First Buddy» de Donald Trump ! Le scénario du «goldilock» a effectivement de quoi plaire aux marchés d'actions. C'est moins le cas sur les marchés de taux, où la perspective d'avoir une inflation et des taux plus élevés fragilise leur performance.

L'ambiguïté réside dans le «presque tout» car le programme du président Trump comporte également un volet protectionniste qui pourrait s'avérer pour le moins disruptif. Rappelons que le président Trump a martelé tout au long de sa campagne son souhait d'imposer de nouveaux tarifs douaniers sur ses principaux partenaires commerciaux : jusqu'à 60 % additionnels sur les produits importés de Chine et 10 à 25 % sur les importations d'autres partenaires. Cette séquence n'est pas sans rappeler la guerre commerciale Sino-américaine du 1er mandat Trump et n'est pas non plus étrangère à la sous-performance récente des marchés européens et asiatiques depuis l'élection. Cette incertitude sur le commerce mondial pourrait peser sur les marchés financiers. Aux

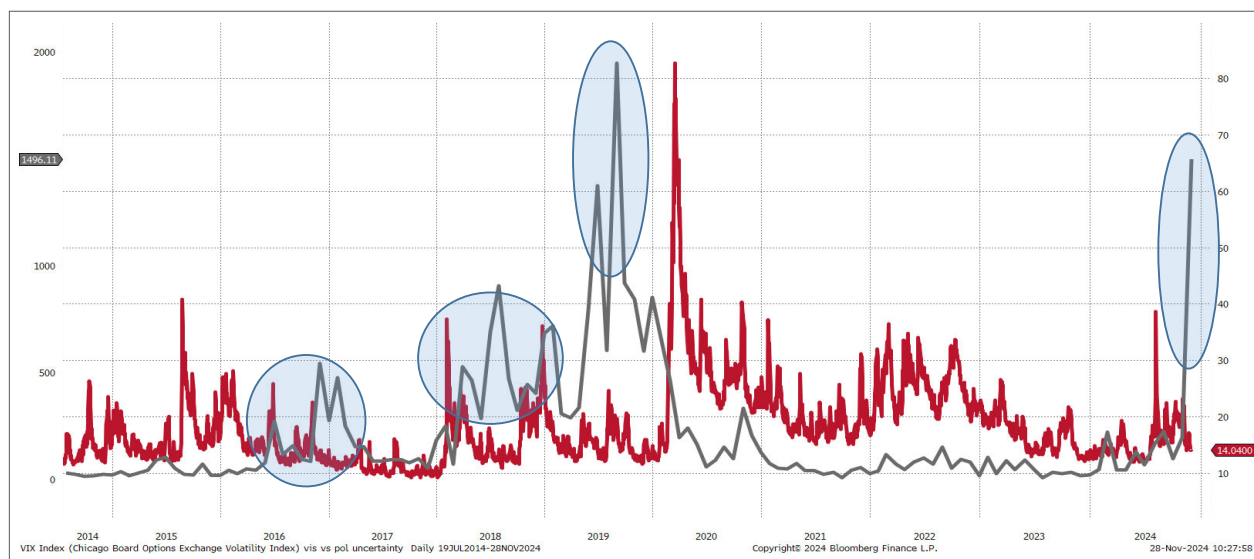
Etats-Unis, la liste des produits chinois sujets à des tarifs douaniers lors de la première guerre commerciale avait été soigneusement délimitée afin de limiter l'impact inflationniste sur les ménages américains et épargner certains champions américains très actifs en Chine comme Tesla et Apple. Il est difficile d'imaginer continuer sur la même voie avec une seconde salve de droits douaniers aussi importants. A un moment du cycle où l'inflation est à peine sous contrôle, le risque de dérapage est aussi important et pourrait s'avérer très couteux sur le plan politique pour la nouvelle administration.

Du côté des partenaires commerciaux des Etats-Unis, l'histoire pourrait aussi s'avérer plus complexe qu'il n'y paraît de premier abord. A cet égard, il est intéressant d'adopter la grille de lecture de Donald Trump : si le déficit commercial des Etats-Unis avec la Chine demeure, il s'est réduit ces dernières années, et dans le même temps a fortement progressé avec le Mexique, le Canada, le Vietnam et l'Allemagne, soit autant de cartons rouges aux yeux de D. Trump. Ensuite, certains pays semblent mieux préparés que d'autres comme la Chine qui est déjà engagée dans une relance budgétaire afin de compenser les effets délétères des tarifs. Enfin face à une

dette et un déficit budgétaire croissants à financer, les pays détenteurs de bons du trésor américain possèdent aussi un levier important de négociation. Le sujet de la guerre commerciale devrait en 2025 rester un facteur occasionnel de volatilité comme cela a pu l'être au début du premier mandat de Donald Trump. Néanmoins l'approche transactionnelle du président, le meilleur degré de préparation des intervenants et une certaine accoutumance des investisseurs laissent à penser que ces épisodes devraient être épisodiques mais possiblement intenses.

Avec la victoire des Républicains à la Maison Blanche et au Congrès, les « Trump trades » de 2016 trouvent un regain d'intérêt. Parmi ceux-ci, un retient notre attention : celui des petites et moyennes valeurs américaines. Il s'agit en terme relatif du segment de marché américain le moins chèrement valorisé et qui pourrait bénéficier de la dérégulation promise, ce volet du programme étant aussi le plus facile et le moins coûteux à mettre en œuvre. Quant au reste, nous préférons adopter une certaine prudence, en se rappelant qu'il faudra attendre fin janvier 2025 pour voir les premières mesures mises en œuvre.

G1 : VIX INDEX (ROUGE ECH. DROITE) ET US ECONOMIC TRADE POLICY UNCERTAINTY INDEX (GRIS ECH. GAUCHE)



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, Baker, Bloom, Davies, 2014-2024

2. MARCHÉS DE TAUX

MESSAGE DES TAUX LONGS : L'INFLATION EST DE RETOUR

Et si la Fed montait ses taux en 2025 ?

En septembre, la Fed a commis une erreur de politique monétaire qui n'était pas du tout celle que les marchés attendaient. Aujourd'hui Jerome Powell assure qu'il n'y a pas d'urgence à baisser les taux. Alors pourquoi diable les avoir baissés de 50bp d'un coup en septembre ? Les taux longs américains ne s'en sont toujours pas remis. L'inflation, ou la crainte inflationniste, a donc déjà fait son grand retour parce que plus personne ne veut remettre de la duration sur les niveaux de taux actuels.

La mise en œuvre de Trumponomics devrait favoriser un rebond de croissance et un peu plus d'inflation dans un cadre qui ne prévoit pas de maîtrise du dérapage budgétaire. Dans le même temps, Donald Trump continue de tirer à boulets rouges sur la Fed et plus particulièrement sur Jerome Powell, pas assez dovish à son goût. Le soft landing semble toujours être le scénario économique favori des marchés mais nous sommes de plus en plus enclins à privilégier l'éventualité d'un no landing. Dans un tel environnement à croissance soutenue ainsi qu'à inflation «core» proche de 3%, comment la Fed pourrait songer à poursuivre une politique accommodante suicidaire ? A l'aube de 2025, nous allons nous retrouver face à deux scénarios possibles. Si la Fed ne baisse pas ses taux en décembre et laisse sous-entendre que la baisse du 7 novembre dernier pourrait avoir été la dernière, le risque de hausse de taux en 2025 est négligeable voire nul. Si, en revanche, elle persiste à vouloir poursuivre sa politique accommodante, elle se fera probablement rattraper par la santé éblouissante de l'économie américaine dès le premier semestre et sera alors contrainte d'envisager l'impensable : remonter ses taux en deuxième partie de l'année 2025.

Le calme avant la tempête ?

Les taux longs, sauf catastrophe menant à un «flight to quality», sont dans tous les cas menacés par une correction. L'ampleur de cette dernière dépendra de l'évolution de l'économie sous Trump II et du comportement de la Fed. Nous avons la forte conviction qu'il ne faut pas se presser d'augmenter sensiblement la duration de nos portefeuilles tant que le 10 ans ne s'approche pas du niveau-clé de 5%. Avec les turbulences qui s'annoncent, il est urgent de ne rien faire et de rester sur de la duration courte, sur la dette subordonnée devenue chère mais à carry toujours intéressant, conserver les TIPS courts et... attendre la tempête de 2025 pour saisir les opportunités d'investissement qui s'offriront à nous. Il sera alors temps de reconsidérer les taux longs gouvernementaux ainsi que le renforcement des crédits de bonne qualité à duration faible.

3. MARCHÉS ACTIONS

ENTRE ESPOIRS DE REPRISE ET CRAINTES PERSISTANTES

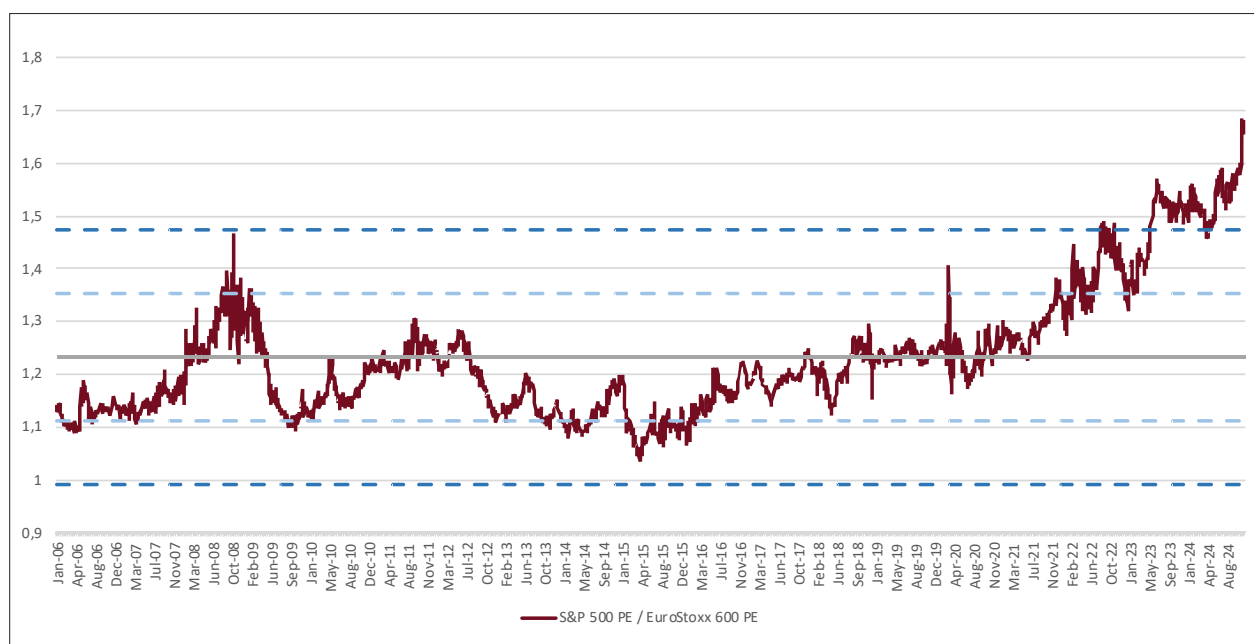
Le mois de novembre aura été marqué par l'élection de Donald Trump pour un second mandat en tant que président des Etats-Unis. La séquence de marché qui a suivi l'annonce a été révélatrice, les investisseurs étant confrontés à une certaine ambivalence.

Bien que synonyme d'un accroissement de la dette (USD 7.5 Trilliards en hypothèse médiane), D. Trump est en effet perçu comme positif pour l'activité économique, surtout américaine. Il reste bien décidé à imposer des nouvelles taxes aux importations de la Chine, du Mexique et du Canada. Il y a fort à parier que d'autres pays devraient allonger la liste notamment ceux dont la balance commerciale avec les Etats-Unis est excédentaire comme les pays de la zone Europe (principalement l'Allemagne et l'Italie) et d'Asie du Sud-Est.

Ces mesures protectionnistes sont toutefois inflationnistes et pourraient compliquer le travail de la Réserve Fédérale américaine qui doit composer avec la situation actuelle d'un côté et anticiper, ou pas, un monde économique selon D. Trump avec ses futurs impacts.

Le mois de novembre aura favorisé les actions américaines au détriment des titres européens et asiatiques. L'indice Monde des grandes valeurs progresse de 4.5% sur le mois, porté par les valeurs américaines (S&P500 +5.7%, Nasdaq100 +5.2%), alors que l'Europe et l'Asie perdent respectivement 0.5% et 2.3%. Les investisseurs semblent faire peu de cas de la valorisation et voici le S&P500 a des niveaux de Prix/Bénéfices extrêmes, supérieurs à 25x, soit un multiple 2 écarts type au-dessus de la moyenne à long terme. La valorisation de l'indice a uniquement été à ces niveaux, ou au-dessus, 3% du temps depuis 1881.

G2: ÉCART DE VALORIATION S&P500 P/E VS. EUROSTOXX50 P/E



Source: Banque Eric Sturdza, Juin 06 - Octobre 24

Les investisseurs s'interrogent eux pour savoir si le multiple de 14x les résultats courants auxquels se traitent les entreprises européennes est justifié. Le plus éloquent à ce stade est la différence entre les valorisations des 2 côtés de l'atlantique (voir graphique).

La croissance des bénéfices par actions du S&P500 devrait finir l'année 2024 proche des estimations faite en janvier soit une progression de 8.5% par rapport à 2023. En Europe, elle est revue en baisse pour 2024 de près de 3% par rapport aux estimations de janvier et ne montre presque pas de progression par rapport à 2023.

L'environnement économique et géopolitique actuel justifie-t-il une telle expansion des multiples de valorisation aux Etats-Unis ?

Les attentes sont optimistes avec une croissance des bénéfices par actions attendue en 2025 à +12.4% pour les entreprises du S&P500 et proche de +7% pour les actions européennes (Stoxx 600). Toutefois le point de départ entre les 2 zones n'est clairement pas le même. L'Europe, tourmentée par des aléas politiques, un changement de modèle économique qui s'impose avec la guerre à sa porte, des besoins de souveraineté énergétique et une industrie très challengée est durement affaiblie. Sa position inconfortable entre l'économie américaine et asiatique se fait cruellement ressentir, un changement de cap est urgent. A ce stade, toute nouvelle positive pourrait rapidement impacter positivement les cours de bourse et redonner un peu de visibilité à l'heure où nous en manquons cruellement.

L'Allemagne saura-t-elle apporter une nouvelle positive tant attendue à l'Europe en acceptant un plan de relance budgétaire dès l'année prochaine ? La réponse après les élections générales de février 2025.

La croissance économique mondiale devrait être proche du niveau atteint en 2024, portée par les Etats-Unis et l'Asie bien que celle-ci pourrait être négativement impactée par les taxes américaines.

Au cours des derniers mois et dans les « Trump trades », nous nous sommes concentrés sur les petites et moyennes capitalisations américaines où nous investissons au travers de stratégies de type Long Short plus adaptées à ce segment et à l'environnement actuel. En effet, si les valorisations du segment des petites et moyennes capitalisations sont globalement en ligne avec leurs moyennes de long terme (contrairement aux grandes entreprises), la sélectivité reste de mise sur ce segment compte tenu du nombre de sociétés « zombies ». Le programme de déréglementation de l'administration Trump devrait aussi favoriser plus fortement les entreprises de taille moyenne. Nous maintenons un positionnement neutre sur la classe actions tout en s'efforçant de maintenir une préférence dans le marché de référence et un certain équilibre entre les trois principales zones : Europe / Etats-Unis / Asie.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	30.11.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
MSCI WORLD	MSCI WORLD	3 810	4,5%	4,1%	10,6%	20,2%	24,4%	-17,7%	22,4%	16,5%	28,4%
	MSCI WORLD GROWTH	5 747	5,3%	5,3%	11,9%	24,6%	37,3%	-29,0%	21,4%	34,2%	34,2%
	MSCI WORLD VALUE	3 903	3,7%	2,8%	9,3%	15,8%	12,4%	-5,8%	22,8%	-0,3%	22,8%
WORLD & US	DOW JONES	44 911	7,5%	8,1%	16,1%	19,2%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%	25,3%
	S&P 500	6 032	5,7%	6,8%	14,3%	26,5%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%	31,5%
	S&P500 EW	7 590	6,2%	6,7%	13,2%	18,5%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%	29,2%
	NASDAQ 100	20 930	5,2%	6,9%	12,9%	24,4%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%	39,5%
EUROPE	RUSSELL 2000	2 435	10,8%	9,8%	17,6%	20,1%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%	25,5%
	STOXX 600	510	1,0%	-2,8%	-1,5%	6,5%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%	27,9%
	FTSE 100	8 287	2,2%	-1,1%	0,1%	7,2%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%	17,2%
	CAC 40	7 235	-1,6%	-5,2%	-9,5%	-4,1%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%	30,5%
	DAX	19 626	2,9%	3,8%	6,1%	17,2%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%	25,5%
	IBEX 35	11 641	-0,3%	2,1%	2,8%	15,2%	28,1%	-2,0%	10,5%	-12,7%	16,5%
ASIA	SPI SWISS	15 672	-0,2%	-5,0%	-2,0%	7,6%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%	30,6%
	MSCI EM	1 079	-3,7%	-1,9%	2,8%	5,4%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%	18,8%
	TOPIX	2 681	-0,5%	-1,2%	-3,3%	13,3%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%	18,1%
	HANG SENG	19 424	-4,4%	8,0%	7,4%	13,9%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%	13,0%
	CSI 300	3 917	0,7%	17,9%	9,4%	14,1%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%	39,2%
FX & COMMODITIES	30.11.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
CURRENCIES	EUR-USD	1,058	-2,8%	-4,3%	-2,5%	-4,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%	-2,2%
	EUR-CHF	0,932	-0,9%	-0,7%	-4,8%	0,3%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%	-3,6%
	USD-CHF	0,881	2,0%	3,7%	-2,4%	4,7%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%	-1,6%
	USD-JPY	149,770	-1,5%	2,5%	-4,8%	6,2%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%	-1,0%
	USD INDEX	105,74	1,7%	4,0%	1,0%	4,3%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%	1,2%
COMMODITIES	Gold	2643,15	-3,7%	5,6%	13,6%	28,1%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%	18,3%
	Silver	30,63	-6,2%	6,1%	0,7%	28,7%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%	12,7%
	WTI Crude Oil	68,00	-1,8%	-7,5%	-11,7%	-5,1%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%	11,6%
	Natural Gas	3,36	24,2%	58,1%	30,0%	33,8%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%	-25,5%
	Copper	8891,85	-5,1%	-2,5%	-10,3%	5,1%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%	3,4%
FIXED INCOME	30.11.24	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2023	2022	2021	2020	2019
RATES	US 10 year gvt	4,17	(0,12)	0,27	(0,33)	0,29	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps	-77 bps
	German 10 year gvt	2,09	(0,30)	(0,21)	(0,58)	0,06	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps	-43 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	584,7	1,2%	1,0%	5,0%	4,2%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%	8,2%
	US Treasuries	2326,1	0,8%	-0,4%	4,1%	2,2%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%	6,9%
	US TIPS	353,7	0,5%	0,2%	3,6%	3,5%	3,9%	-11,9%	6,0%	11,0%	8,4%
	US IG Corporates	3354,4	1,3%	0,6%	5,3%	4,1%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%	14,5%
	US High Yield	2694,6	1,2%	2,2%	6,9%	8,7%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%	14,3%
	Euro Government	246,4	2,2%	2,5%	5,5%	3,3%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%	6,3%
	Euro IG Corporates	258,9	1,6%	2,5%	5,3%	5,1%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%	6,2%
	Euro High Yield	475,5	0,8%	2,3%	5,4%	8,4%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%	12,3%
	EM USD Aggregate	1263,1	1,1%	1,5%	6,2%	7,9%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%	13,1%

Source: Bloomberg, 30/11/24



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 senior obligataire

Jeremy Dutoit, Responsable Advisory

Achévé de rédiger

le 30/11/2024

Contact

Banque Eric Sturdza SA

Edouard Bouhyer

invest@banque-es.ch

www.banque-es.ch