

BANQUE
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE
DÉCEMBRE 2025

SOMMAIRE

DÉCEMBRE 2025

1. Editorial

Bulle sur l'IA, un bon moment pour regarder ailleurs?

2. Marchés de taux

FOMC, baisse hawkish ou statuquo dovish?

3. Marchés actions

Une fin d'année sous le signe du père Noël ou du père fouettard?

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

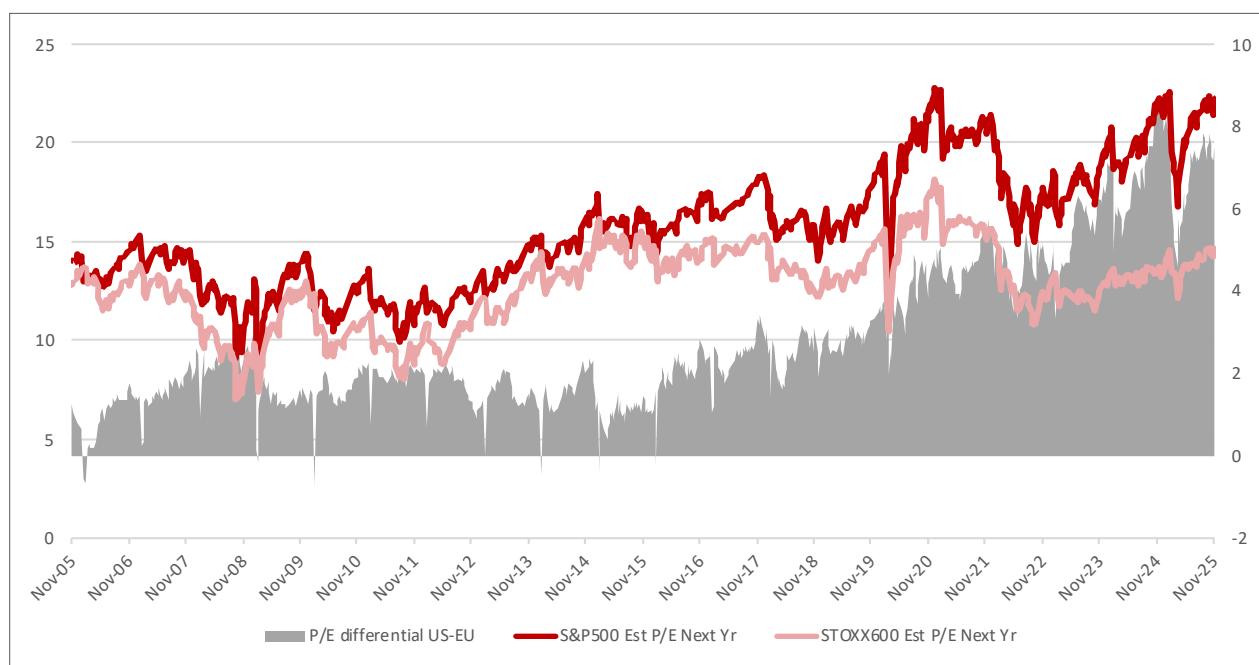
BULLE SUR L'IA, UN BON MOMENT POUR REGARDER AILLEURS ?

La bulle de l'Intelligence artificielle, la chute brutale des cryptomonnaies, le recours à la dette devenu très/trop fréquent parmi les grands acteurs de la technologie (l'exemple d'Oracle est parlant!) : l'actualité boursière anxiogène du mois de novembre aura été focalisée sur un seul thème. Les résultats de Nvidia étaient attendus comme un juge de paix à même de faire tomber les marchés d'un côté ou de l'autre. En point d'orgue de la période, les chiffres stellaires de la première capitalisation américaine rassuraient les marchés tandis que dans les heures qui suivaient la banque centrale américaine apportait sa contribution pour un certain retour à la sérénité. Greenspan n'est plus aux

commandes de la FED depuis bien longtemps mais le «Greenspan Put» reste d'actualité : qu'on parle de baisse de taux et les investisseurs se détendent.

A l'issue de ce mois volatile les marchés américains et européens affichent – dans leurs devises respectives – des performances annuelles proches (16.4 % pour le S&P500, 13.6 % pour le STOXX600). A l'image de ce qui a été fait lors du renforcement de nos positions asiatiques il y a quelques temps, le moment semble propice pour s'interroger sur un rebalancement complémentaire : Plus d'Europe pour être moins exposé aux «monstres» de la tech ou au contraire plus d'US pour profiter des baisses récentes ?

G1 : EU VS US – RATIO COURS / BÉNÉFICE 12 PROCHAINS MOIS (ECH. GAUCHE), DIFFÉRENTIEL US-EU (GRIS, ECH. DROITE)



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 2005-2025

Plus que jamais l'argument de la valorisation est en faveur de l'Europe, ceci mérite d'être noté puisque l'Europe ne sous-performe plus aussi massivement les Etats-Unis depuis 1 an.

Ces graphes ne concernent que les grands indices, la réalité sur les sous-jacents est plus différenciée : Le secteur de la technologie est aussi cher en Europe qu'aux Etats-Unis alors que des sérieux discounts s'observent sur les banques et les utilities.

Quant aux valeurs cycliques après de beaux parcours boursiers elles ont vu leurs multiples s'apprécier mais restent raisonnablement valorisées vis-à-vis de leurs comparables américaines.

Si on tranche le marché non plus par secteur mais par taille de capitalisation la dynamique de résultats milite en faveur des petites capitalisations. Ceci reste relativement vrai pour l'Europe et les Etats-Unis. L'analyse des résultats montre à titre d'illus-

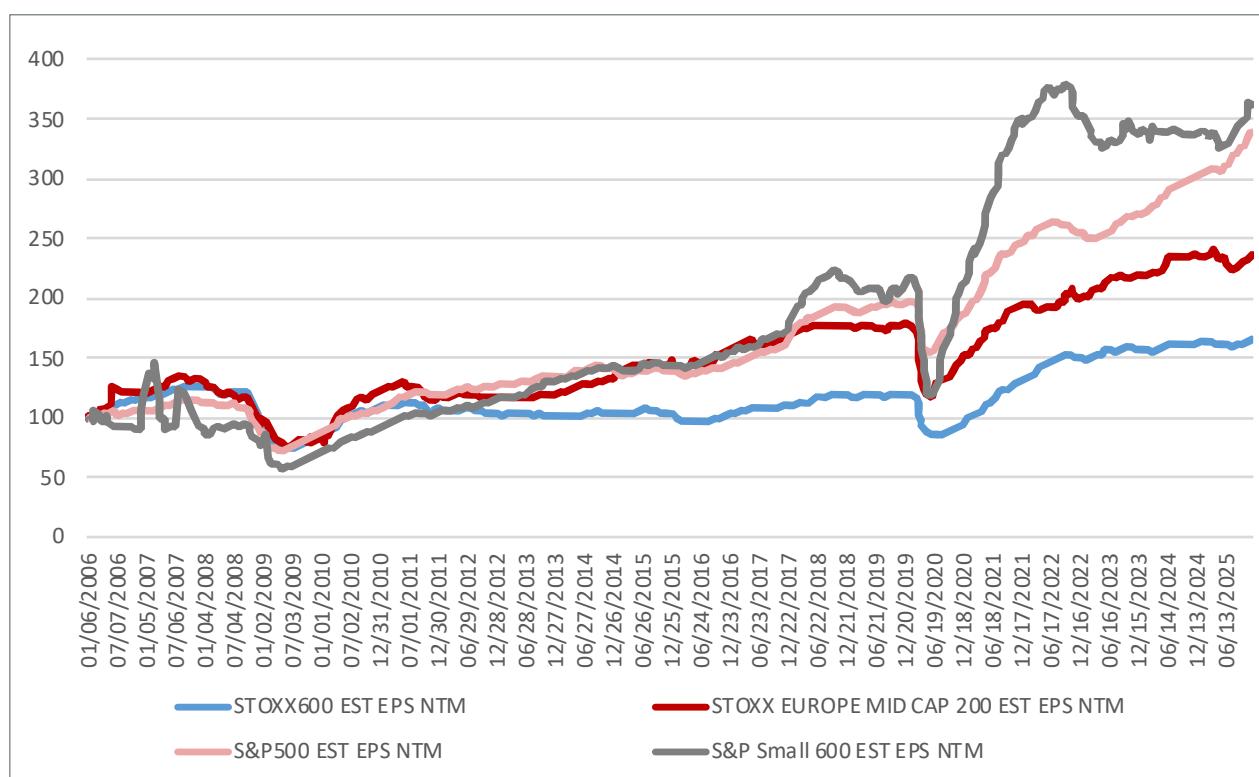
tration une phase de plateau pour les grandes capi européennes alors que la progression des résultats des petites et moyennes capitalisations a été spectaculaire. En un mot les marchés ont mieux récompensé les grandes valeurs (Via de l'expansion de multiple) et ce sont les petites et moyennes valeurs qui pourraient offrir les meilleures opportunités des prochains mois.

Reste à voir quels pourraient être les déclencheurs d'un mouvement de surperformance européenne.

Côté américain

- Des doutes sur la valorisation des titres liées à l'IA aux Etats Unis
- Le fléchissement de la consommation américaine (l'indicateur de confiance des consommateurs du mois de novembre était en net recul)
- Le désir de limiter la concentration des portefeuilles

G2: BPA ESTIMÉS 12 PROCHAINS MOIS – EU & UE LARGE CAPS VS. SMALL & MID CAPS



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, base 100 en Janvier 06

Côté européen

- Les plans de relance de l'Allemagne (après une croissance de PIB encore anémique cette année le PIB allemand est attendu un peu plus dans le vert pour 2026, alors que leurs effets devraient commencer à se matérialiser).
- La poursuite de la dynamique Europe du Sud (2.5 % de croissance cette année en Espagne !)

La liste est incomplète mais 2025 a démontré que même si les corrélations de marché US / Europe restent importantes, les dynamiques des deux marchés peuvent diverger : (L'Europe a fait la course largement en première partie d'année puis a reperdu du terrain jusqu'à la fin de l'été...) Ces alternances devraient perdurer et il nous parait plus que jamais nécessaire de ne pas caler les allocations sur les poids des grands indices mondiaux toujours outrageusement surpondérés en valeurs américaines et de continuer à regarder d'autres opportunités investissement, d'abord sur l'Asie au sens large pour son potentiel de croissance sécuritaire et de rerating, mais aussi sur quelques thèmes d'investissement choisis en Europe avec en ligne de mire 2026.



2. MARCHÉS DE TAUX

FOMC : BAISSE HAWKISH OU STATUQUO DOVISH ?

L'IA, meilleur atout des taux longs ?

Les récents mouvements de marché autour du thème de l'intelligence artificielle ont entraîné des répercussions immédiates sur les taux. Quelques jours après la publication des résultats de Nvidia, s'est posée de nouveau la question concernant une éventuelle bulle dans le secteur technologique en général et dans l'IA en particulier. Si les marchés actions s'emparent de nouveau de ce sujet d'inquiétude, les conséquences sur les niveaux des taux longs seront quasiment automatiques. En effet, la seule raison à court terme qui pourrait justifier un bull market obligataire significatif serait un mouvement de défiance des marchés actions vis-à-vis du secteur technologique.

Les minutes du FOMC du 29 octobre ont révélé que plusieurs membres du comité de politique monétaire jugent approprié de maintenir les taux inchangés en cette fin d'année. Elles ont justifié un haut niveau d'incertitude lié aux divisions persistantes au sein du FOMC entre d'une part les partisans d'un ralentissement illustré par des chiffres de l'emploi en berne et d'autre part ceux qui estiment qu'une inflation à 3 % reste le sujet principal de préoccupation.

Nous avons la conviction que les taux longs US préféreraient un statu-quo dovish à une baisse assortie de remarques hawkish.

Fed, une dernière baisse de taux en 2025 ?

Fin novembre, les marchés estimaient à 79 % que la Fed baissera bien ses taux le 10 décembre. Ils étaient seulement 29 % le 19 novembre. Un tel revirement est assez rare pour être souligné. Avec un tel pourcentage de près de 80 %, la Fed n'osera sans doute pas aller contre la volonté des marchés dont la nervosité est palpable. Tout événement un peu hors norme peut suffire à déclencher une correction, synonyme de rally de fin d'année sur le marché obligataire américain.

Nous avons la conviction que les taux longs US préféreraient un statuquo dovish à une baisse assortie de remarques hawkish, sachant que si la Fed baisse ses taux le 28 janvier au lieu du 10 décembre, ce n'est finalement pas si grave. Mais les marchés aiment bien se projeter alors si une ultime baisse en 2025 fait craindre un «stable for longer», c'est-à-dire moins de baisses en 2026, les marchés risquent de mal le prendre. En revanche, un statuquo le 10 décembre ouvrant la porte à plusieurs baisses de taux dès le début de l'année prochaine serait pris comme une bonne nouvelle. Le dernier FOMC de 2025 revêt une importance capitale car selon le verdict annoncé le 10 décembre, le 10 ans Treasury pourrait tout aussi bien terminer l'année à 3.80 % qu'à 4.20 %.

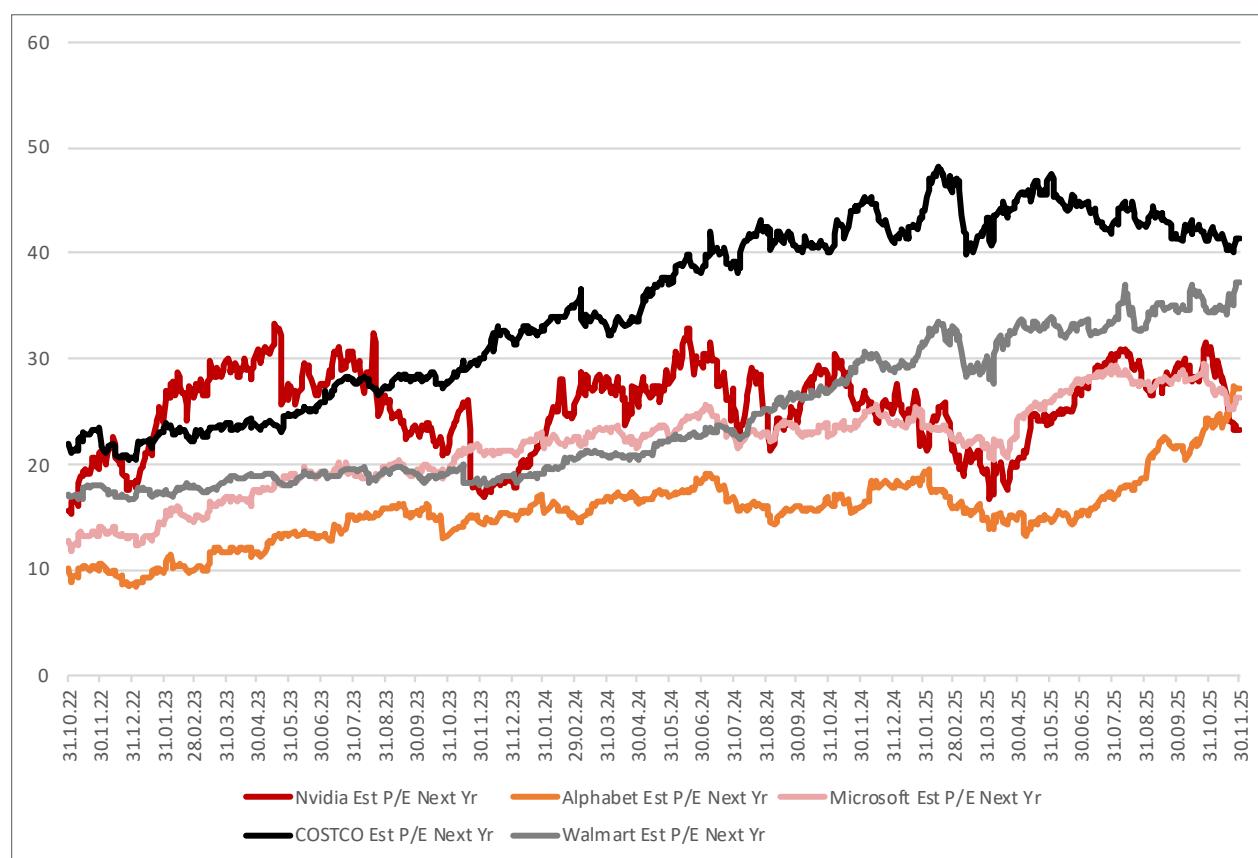
3. MARCHÉS ACTIONS

UNE FIN D'ANNÉE SOUS LE SIGNE DU PÈRE NOËL OU DU PÈRE FOUETTARD ?

Alors que les marchés actions avaient plutôt bien géré le tournant estival et que les publications des entreprises américaines du 3^e trimestre laissaient espérer une fin d'année plutôt tranquille, le mois de novembre se sera révélé plutôt chahuté et cela même si à la faveur du rebond en fin de mois, cela se sera traduit par des performances très modestes sur le mois (0.1 % pour le S&P500, -0.5 % pour le DAX, -2.5% pour l'indice global émergent).

A l'origine de ces remous, on trouve les craintes des investisseurs sur la possible bulle des valeurs liées à l'Intelligence Artificielle. A l'euphorie qui prévalait encore il y a quelques semaines succède aujourd'hui le scepticisme des investisseurs. L'époque où Oracle s'envolait en bourse après avoir indiqué avoir signé un contrat à 300Mds USD avec Open AI semble bien loin, c'est l'évolution de son CDS* qui fait maintenant les gros titres... C'est aujourd'hui le montant colossal des dépenses d'investissement nécessaires pour le déploiement de l'Intelligence Artificielle par

G3: NVIDIA, ALPHABET NTM P/E VS. WALLMART, COSTCO NTM P/E



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza

*CDS: Credit Default Swap, instrument dérivé permettant de se protéger contre un défaut moyennant le paiement d'une prime.

Oracle et consorts (Microsoft, Alphabet, Amazon) qui interpelle. En sous-jacent, ce sont aussi le caractère circulaire de certaines transactions entre acteurs de l'IA et l'inconnue autour de la profitabilité de ces investissements qui posent question. La concentration du marché américain autour des 7 Magnifiques et quelques autres champions de l'IA a fait le reste et il n'en a pas fallu beaucoup plus pour voir le VIX, indice de la volatilité implicite de S&P500 repartir à la hausse. Le moment est anxiogène pour les investisseurs qui avaient oublié un peu vite que les phases de consolidation restent des respirations de marché tout à fait normales y compris dans des marchés haussiers.

Les marchés européens suivent globalement la tendance avec une consolidation sur les principaux marchés. Dans le détail, la moindre importance boursière du thème de l'Intelligence Artificielle (pour une fois cela sert !) et la bonne tenue des marchés suisses et espagnols permettent de sauver le mois. Plus particulièrement, le marché suisse profite de la levée d'incertitude consécutive à l'abaissement des droits de douane de 39 à 15 %, d'une rotation sectorielle en faveur des titres de la Santé et du rebond de Roche suite à des annonces sur son pipeline. La situation est aussi plus contrastée en Asie : où le thème de l'Intelligence Artificielle demeure un axe important pour les marchés coréens et taiwanais et une partie du marché chinois. A l'autre extrême du spectre et comme bien souvent, la faiblesse du Yen s'est traduite par la surperformance du marché japonaise en devises locales.

La période de stress s'avère néanmoins éphémère. Le retour des anticipations de baisses de taux de la FED n'est certainement pas étranger à cela. De la même manière, la publication des trimestriels de Nvidia à défaut de dissiper toutes les craintes permet de constater que l'IA est déjà une réalité financière et un vecteur de croissance et de profitabilité important pour certaines valeurs comme Nvidia. Si la question de la valorisation demeure un sujet important, la forte croissance et profitabilité engendrées chez certains acteurs par l'IA permettent une normalisation rapide de ces niveaux de valorisation. Il n'est d'ailleurs pas anodin qu'aujourd'hui Nvidia et d'autres champions de l'IA affichent une valorisation inférieure (la croissance en plus !) à des blue-chips plus traditionnelles comme les grands distributeurs américains. La période met aussi en lumière que la sélectivité reste clé y compris pour le thème de l'IA et que la question de la bulle doit aussi être nuancée.

Dans ce contexte, nous maintenons nos choix de gestion : Rester investi sur la zone américaine qui reste incontournable dans le domaine de l'Intelligence Artificielle mais avec une sélectivité accrue. Cette «sous-exposition» au marché américain (par rapport aux grands indices mondiaux) est mise à profit financer une exposition plus large aux marchés internationaux, Asie et Japon en tête, deux zones que nous avons renforcées dernièrement et quelques thèmes sur l'Europe avec en ligne de mire 2026.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	28.11.2025	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
US	DOW JONES	47 716	0,3%	4,8%	12,9%	12,2%	12,9%	16,2%	-6,9%	20,9%	9,7%
	S&P 500	6 849	0,1%	6,0%	15,9%	16,4%	23,3%	26,3%	-18,1%	28,7%	18,4%
	S&P500 EW	7 745	1,7%	1,6%	8,4%	9,1%	10,9%	13,8%	-11,5%	29,6%	12,8%
	NASDAQ 100	25 435	-1,6%	8,6%	19,2%	21,0%	24,9%	55,1%	-32,4%	27,5%	48,9%
	RUSSELL 2000	2 500	0,8%	5,7%	21,0%	12,1%	10,0%	16,9%	-20,5%	14,8%	19,9%
EUROPE	STOXX 600	576	0,8%	4,8%	5,1%	13,6%	6,0%	16,6%	-9,9%	25,8%	-1,4%
	FTSE 100	9 721	0,0%	5,8%	10,8%	18,9%	5,7%	7,7%	4,6%	18,4%	-11,4%
	CAC 40	8 123	0,0%	5,4%	4,8%	10,1%	-2,2%	20,1%	-6,7%	31,9%	-5,0%
	DAX	23 837	-0,5%	-0,3%	-0,7%	19,7%	18,8%	20,3%	-12,3%	15,8%	3,5%
	SPI SWISS	17 653	4,0%	4,4%	4,8%	14,1%	6,2%	6,1%	-16,5%	23,4%	3,8%
ASIA	MSCI EM	1 367	-2,5%	8,6%	18,1%	27,1%	5,1%	10,2%	-19,8%	-2,3%	18,8%
	TOPIX	3 378	1,4%	9,9%	20,6%	21,3%	17,7%	28,3%	-2,5%	12,8%	7,4%
	HANG SENG	25 859	-0,2%	3,1%	11,0%	28,9%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%	-0,2%
	CSI 300	4 527	-2,5%	0,7%	17,9%	15,0%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%	29,9%
FX & COMMODITIES	28.11.2025	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
CURRENCIES	EUR-USD	1,160	0,5%	-0,8%	2,2%	12,0%	-6,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%	8,9%
	EUR-CHF	0,932	0,4%	-0,4%	-0,1%	-0,8%	1,2%	-6,1%	-4,6%	-4,0%	-0,4%
	USD-CHF	0,804	-0,1%	0,4%	-2,2%	-11,4%	7,8%	-9,0%	1,3%	3,1%	-8,4%
	USD-JPY	156,2	1,4%	6,2%	8,4%	-0,6%	11,5%	10,5%	13,9%	11,5%	-4,9%
	USD INDEX	99,46	-0,3%	1,7%	0,1%	-8,3%	7,1%	-2,1%	8,2%	7,0%	-7,3%
COMMODITIES	Gold	4239,43	5,9%	23,0%	28,9%	61,5%	27,2%	13,1%	-0,3%	-4,2%	25,0%
	Silver	56,50	16,0%	42,3%	71,3%	95,5%	21,5%	-0,7%	2,8%	-13,6%	48,7%
	WTI Crude Oil	58,55	-4,0%	-8,5%	-3,7%	-18,4%	0,1%	-10,7%	6,7%	59,1%	-21,5%
	Natural Gas	4,85	17,6%	61,8%	40,7%	33,5%	44,5%	-43,8%	20,0%	46,9%	16,0%
	Copper	11 234	3,3%	14,4%	17,7%	29,8%	2,2%	0,9%	-14,1%	25,7%	26,0%
FIXED INCOME	28.11.2025	CURRENT	1 M	3M	6M	YTD	2024	2023	2022	2021	2020
RATES	US 10 year gvt	4,01	(0,06)	(0,22)	(0,39)	(0,56)	69 bps	0 bps	237 bps	60 bps	-100 bps
	German 10 year gvt	2,69	0,06	(0,04)	0,19	0,32	34 bps	-54bps	275 bps	39 bps	-38 bps
	Global Aggregate USD hdg.	609,7	0,2%	1,7%	3,2%	5,1%	3,4%	7,1%	-11,2%	-1,4%	5,6%
	Global Aggregate EUR hdg.	220,6	0,1%	1,2%	2,0%	3,1%	1,7%	4,7%	-13,3%	-2,2%	4,2%
	Global Aggregate CHF hdg.	161,5	-0,1%	0,6%	0,9%	1,0%	-1,0%	2,5%	-13,7%	-2,5%	3,9%
BONDS	US Treasuries	2442,9	0,6%	2,1%	4,1%	6,7%	0,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%	8,0%
	US TIPS	374,1	0,2%	1,0%	3,6%	7,4%	1,8%	3,9%	-11,9%	6,0%	11,0%
	US IG Corporates	3552,3	0,7%	2,6%	5,6%	8,0%	2,1%	8,5%	-15,8%	-1,0%	9,9%
	US High Yield	2898,1	0,6%	1,6%	5,2%	8,0%	8,2%	13,4%	-11,2%	5,3%	7,1%
	Euro Government	246,2	0,0%	1,2%	0,5%	1,3%	2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%	4,7%
	Euro IG Corporates	266,3	-0,2%	0,8%	1,7%	3,2%	4,7%	8,2%	-13,6%	-1,0%	2,8%
	Euro High Yield	500,1	0,2%	0,7%	2,3%	4,4%	9,1%	12,8%	-11,1%	4,2%	1,8%
	EM USD Aggregate	1380,9	0,2%	3,1%	7,4%	10,6%	6,6%	9,1%	-15,3%	-1,7%	6,5%

Source: Bloomberg, 28/11/25

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 Strudza 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 Banque Eric Sturdza**
Marc Craquelin, Senior Advisor
**Eric Vanraes, CIO ESAM &
Responsable Taux**
**Pascal Perrone,
Gérant obligataire Senior**

Achevé de rédiger

le 30/11/2025

Contact

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