

**REVUE TRIMESTRIELLE
DES MARCHÉS FINANCIERS
ET PERSPECTIVES**

2025/T3

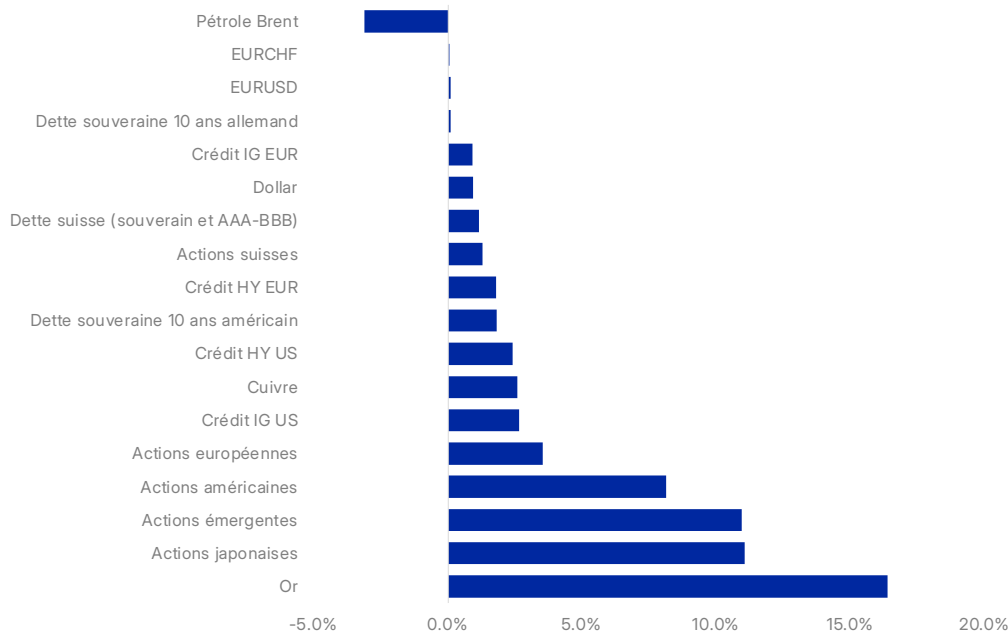


Renalco

Sommaire

Panorama	3
Macroéconomie	4-7
Marchés Obligataires	8
Marchés Actions	9
Matières Premières	10

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES SUR LES 3 DERNIERS MOIS

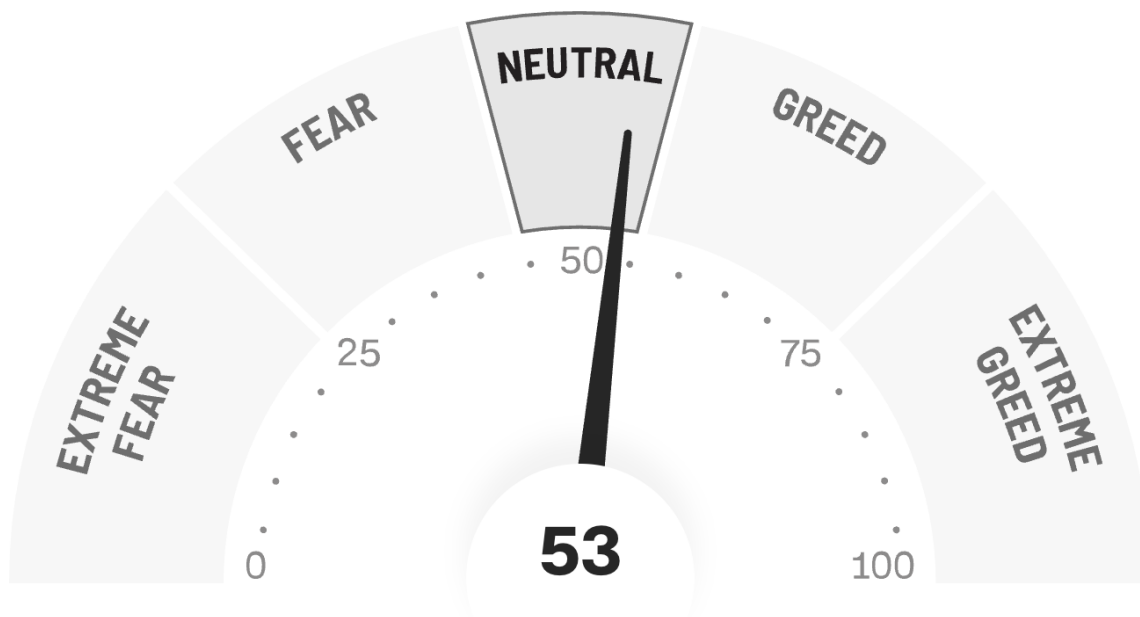


Source: Factset, 30/09/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

INDEX FEAR (PEUR) & GREED (CUPIDITÉ)

QUELS SENTIMENTS GUIDENT LES MARCHÉS EN CE MOMENT?



Last updated Oct 3 at 8:13:46 AM ET

Source: CNN Business, 3/10/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

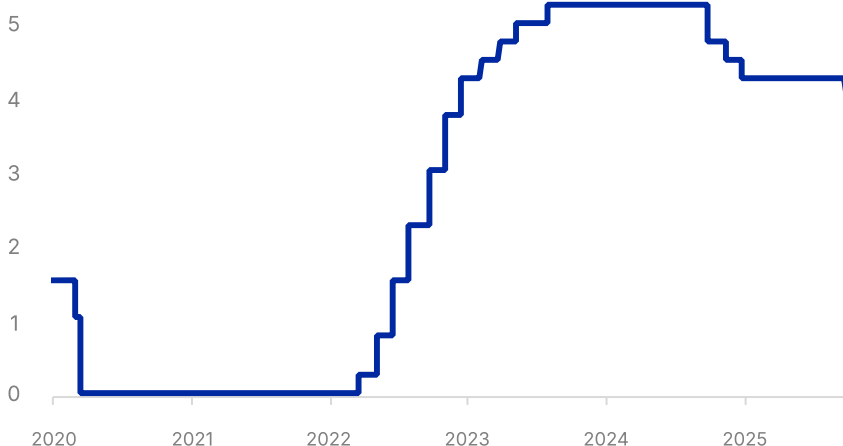
Macroéconomie

Etats-Unis: "La Fed procède à un *risk management cut*"

L'événement central de ce troisième trimestre a été le retour des baisses de taux aux Etats-Unis. La Réserve fédérale a repris son cycle d'assouplissement monétaire, diminuant le taux cible des Fed funds de 25 points de base (4,0-4,25%). Les rapports sur l'emploi des mois de juillet (NFP: +79 000) et d'août ont déçu (+22 000) et ont surtout été accompagnés par des révisions à la baisse significatives des rapports précédents. En somme, l'année 2025 aura vu quatre premiers mois marqués par une moyenne de 123 000 créations/mois. Les dernières mises à jour des données révèlent que les quatre mois suivants ont connu un sévère ralentissement des créations d'emplois, la moyenne mensuelle sur la période s'établissant à moins de 27 000.

Powell a présenté cette baisse de taux comme un "*risk management cut*". En effet, l'inflation évoluant toujours très significativement au-dessus de l'objectif (PCE: +2,7% a/a, Core PCE: +2,9%), la Fed ne peut se permettre d'assouplir trop brusquement sa politique monétaire. De plus, une partie du ralentissement des créations d'emplois tient aussi à la réduction drastique de l'immigration, ce qui pourrait expliquer que **le chômage reste contenu (légère hausse de 4,2% à 4,3% au T3)**. D'après les projections économiques du FOMC, ce desserrement monétaire préventif permettrait d'endiguer la hausse du chômage à un maximum de 4,5% en fin d'année. Elle permettrait aussi à l'activité de tenir bon, **puisque la prévision de croissance pour cette année a été revue de +1,4% à +1,6%**.

On notera aussi la nouvelle révision à la hausse de la croissance du PIB au T2 (+3,8% t/t ann.), meilleur trimestre depuis plus de deux ans, même s'il faut tenir compte du rattrapage partiel de la contraction du T1 en raison des décalages de flux dans le commerce extérieur. Avec un PMI Composite Flash à 53,6, la croissance continue donc sur sa belle lancée de l'été. Les ventes au détail (+0,5% m/m vs +0,2% att.) ont conforté ce sentiment. Enfin, le rehaussement des prévisions d'inflation de la Fed pour l'année prochaine de 2,4% à 2,6% invite à un peu de prudence. Pour l'instant, la banque centrale considère que les tarifs douaniers n'auraient qu'un effet "unique" sur le niveau des prix. Mais la répercussion des hausses de coûts semble prendre plus de temps que prévu.



Macroéconomie (...)

Zone euro: "La BCE en bonne position"

La zone euro a gagné en visibilité cet été, mais au prix d'un compromis commercial avec les États-Unis dont l'effet net s'annonce défavorable. L'accord prévoit des droits de douane de 15% sur les importations américaines de biens européens et engage l'UE à acheter davantage d'énergie et d'armements américains, ainsi qu'à intensifier ses investissements outre-Atlantique: en l'absence de représailles, l'effet attendu est doublement négatif, pour la croissance comme pour l'inflation.

Pourtant, la conjoncture immédiate a surpris positivement. L'activité se maintient en expansion, avec un PMI composite solidement ancré dans la zone 50-51,5 depuis le début de l'année, et un PIB T2 légèrement supérieur aux attentes (+0,1% t/t). En septembre, la dynamique atteint son meilleur rythme en cinq trimestres (PMI composite flash 51,2). Côté prix, l'inflation headline s'est stabilisée autour de 2,0% a/a, la sous-jacente à 2,3%. La réaccélération des salaires négociés (+4,0% a/a au T2, gonflée par des versements ponctuels en Allemagne) et la hausse des prix d'"inputs" dans les services (58,6 après 56,5) ont ravivé un discours plus conservateur de la part de certains banquiers centraux, incitant les marchés à écarter la possibilité d'une baisse de taux avant la fin de l'année.

Dans ce contexte, la BCE a choisi la constance: taux de dépôt maintenu à 2% à l'unanimité pour la réunion de rentrée, deuxième pause consécutive, et projections d'inflation inchangées à l'horizon 2025 (2,1%), cohérentes avec le petit rebond observé à 2,1% en septembre. Les meilleurs signaux d'activité des derniers mois conduisent l'institution à rehausser sa prévision de croissance à 1,2% pour cette année. **La banque centrale, elle, ne semble plus pressée de faire évoluer sa position,** prête à laisser jouer le temps tant que l'activité tient et que l'inflation reste sur une trajectoire compatible avec la cible.

Royaume-Uni: "L'inflation ne reflue pas"

Après avoir baissé ses taux d'extrême justesse de 25 pb en août, la Banque d'Angleterre a maintenu ses taux à 4% en septembre. Lors de cette dernière réunion, le message envoyé par les votes du Conseil de politique monétaire s'est révélé particulièrement prudent (seulement 2 en faveur d'une baisse de taux contre 7 pour le statu quo.) **En effet, l'inflation britannique ne reflue pas** (+3,8 % et +3,6% pour l'inflation sous-jacente en août) ce qui fait du Royaume-Uni le pays du G7 dont l'inflation est la plus élevée. Les marchés n'anticipent plus de baisse de taux avant le printemps prochain.

Au rendez-vous pendant la première partie de l'année, l'activité donne des signes d'essoufflement, en témoignent la croissance du PIB (+0% m/m en juillet) et les PMIs (Composite: 51 vs 53 att. en septembre) La question de la capacité du gouvernement travailliste à relancer la croissance tout en limitant l'inflation se pose plus que jamais. Le budget que Rachel Reeves dévoilera fin novembre pourrait être un tournant.

Macroéconomie (...)

Chine: "Une campagne anti-involution pour assainir l'économie"

L'économie chinoise a tenu bon face au choc de la guerre commerciale, mais son dynamisme reste déséquilibré. Le moteur industriel tourne à plein régime — surcapacités persistantes, production industrielle relativement solide et surtout excédents commerciaux récurrents (>100 Mds \$) — tandis que la demande intérieure peine à suivre. Les ventes au détail déçoivent mois après mois (+3,4-4,8% a/a, sous les attentes), la formation brute de capital fixe n'est pas à la hauteur, et les signaux conjoncturels sont contrastés: le PMI manufacturier Caixin a oscillé autour du seuil d'expansion, quand les services ont brièvement surpris à la hausse (52,6, plus haut depuis mi-2024), un mouvement qui demande confirmation.

Dans ce contexte, l'objectif officiel de croissance autour de 5% demeure atteignable, mais au prix d'une contribution toujours plus marquée de l'offre et de l'export. Le problème central est celui des prix. Malgré un court passage en territoire positif en début de trimestre (CPI +0,1% a/a), les pressions déflationnistes restent palpables: stabilité des prix à la consommation puis retour en négatif (jusqu'à -0,4% a/a), recul continu des prix à la production (PPI autour de -3% sur un an). Les autorités privilégient une réponse par l'offre: "réglementer la concurrence désordonnée", organiser le retrait des capacités obsolètes en menant **une campagne "anti-involution" pour mettre fin aux guerres de prix**. À l'approche de la fin d'année, les rumeurs d'un plan de relance de dernière minute refont surface — une stratégie déjà éprouvée ces deux dernières années — qui pourrait sécuriser la cible de croissance, sans pour autant résoudre le nœud structurel: une économie tirée par l'industrie et l'export, encore en attente d'un véritable rééquilibrage vers la consommation.

Inde: "Faire face aux droits de douane de Trump"

En Inde, les tarifs douaniers ont aussi été au centre de l'actualité puisque Trump a imposé des taxes de 50% sur New Delhi, une sanction après que cette dernière a refusé de cesser ses achats de pétrole russe. Les autorités indiennes ont réagi rapidement à cette menace sur la croissance en procédant à un **allègement de la GST** (équivalent de la TVA) qui devrait permettre de soutenir la croissance. A cet égard, les PMIs restent très bien orientés (PMI Composite au-dessus de 60) et la croissance du dernier trimestre a été revue en accélération à +7,8% sur un an. La désinflation continue grâce notamment à une mousson favorable qui a exercé une pression baissière sur les prix de l'alimentation. **L'inflation se trouve désormais sur la borne basse de l'intervalle ciblé par la RBI (2-6%).**

Cependant, la banque centrale a préféré maintenir ses taux lors de sa réunion du mois d'août (5,50%) afin de limiter la dépréciation de la roupie, qui reste sous pression depuis les annonces de droits de douane. Sur le plan diplomatique, **Delhi s'est aussi rapprochée de Pékin et Moscou**, les trois pays semblant faire front commun lors du sommet de l'Organisation de Coopération de Shanghai en septembre. Une façon de répondre à Washington.

Macroéconomie (...)

Japon: "La BoJ au défi de l'instabilité politique"

L'économie japonaise a retrouvé un peu d'allant, portée par l'accord commercial conclu avec les États-Unis qui a restauré la confiance et, surtout, écarté la menace de droits de douane de 25% sur l'automobile. Les conditions demeurent exigeantes — droits généraux de 15%, achats d'armements et de produits agricoles américains, incertitudes sur la clé de répartition des bénéfices du fonds d'investissement à créer aux États-Unis — mais elles ont préservé le cœur industriel. Depuis juin, les surprises conjoncturelles sont plutôt favorables: l'enquête Tankan s'est améliorée (Large Manufacturer Index à 13, contre 10 attendu) et le PMI composite flash reste en expansion (51,1 en septembre).

La dynamique reste donc positive, **malgré une toile de fond politique fragile** — perte de la majorité du PLD à la chambre haute le 20 juillet, épisodes répétés de tension sur les taux longs — et une incertitude accrue après **la démission du Premier ministre Ishiba**, en attendant l'issue début octobre du **duel Takaichi / Koizumi pour la direction du parti**. L'inflation ralentit pour le septième mois consécutif (+2,7% en août), mais les pressions sous-jacentes demeurent élevées: l'inflation hors énergie et produits frais se maintient à +3,3% a/a, au-dessus de l'inflation d'ensemble, et les prix des services progressent de +1,5% a/a. Les signaux salariaux vont dans le même sens: le shuntō et la perspective d'une hausse du salaire minimum laissent entrevoir des tensions qui ne font que commencer, **un diagnostic relayé par Ueda à Jackson Hole en pointant les pénuries de main-d'œuvre**. **La Banque du Japon a maintenu son taux directeur à 0,5%**, mais la trajectoire reste ascendante: le vote n'a pas été unanime (deux gouverneurs favorables à une hausse) et **un relèvement d'ici la fin d'année devient de plus en plus probable**.

Suisse: "Les droits de douane inquiètent"

L'économie suisse s'est redressée durant l'été, mais sur des bases fragiles. Les "hard data" ont rassuré: le chômage est resté contenu (2,7%) et l'inflation a cessé de flirter avec la déflation, repassant légèrement en territoire positif (+0,1% puis +0,2% a/a). Par conséquent, **la Banque nationale suisse a laissé son taux directeur inchangé à 0%** et les marchés n'anticipent plus de nouvelle détente monétaire cette année, écartant l'hypothèse d'un retour en territoire négatif. On constate cependant une dégradation du climat des affaires et du moral des ménages, minés par l'escalade protectionniste américaine. Le choc vient en effet de l'extérieur.

L'annonce de droits de douane de 39% par les États-Unis, avec en ligne de mire un secteur pharmaceutique clé pour l'économie helvétique, a brisé l'amélioration des indicateurs de sentiment qui s'était esquissée en juillet. Le KOF, repassé en zone de neutralité autour de 101, a rechuté à 97,4, tandis que le PMI manufacturier s'est replié vers 49 et que la confiance des consommateurs s'est davantage dégradée (-40). **La BNS estime que l'inflation, revenue à +0,2% en septembre, ne devrait pas retomber cette année**; mais, face à l'onde de choc commerciale et à la morosité des enquêtes, elle aborde la suite avec prudence, **ramenant sa prévision de croissance à 1% pour l'an prochain**. Au total, la dynamique suisse reste portée par une certaine résilience domestique et un marché du travail solide, mais l'équilibre est précaire tant que l'incertitude tarifaire pèse sur les secteurs exportateurs.

Marchés Obligataires

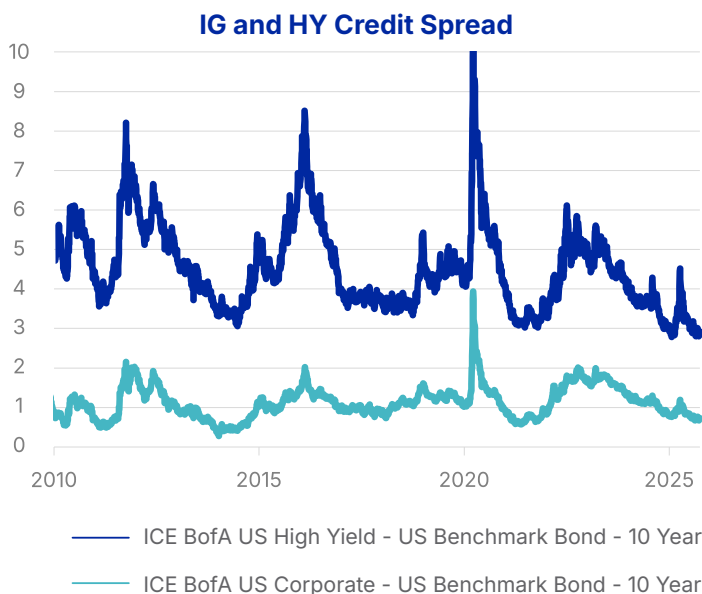
Taux: "Le 10 ans américain au défi des 4%"

Dans le sillage de l'affaiblissement du marché du travail américain, les taux ont généralement baissé aux Etats-Unis. La courbe américaine s'est légèrement pentifiée via une baisse de la partie courte, alors que la partie longue s'est recorrélée aux attentes d'assouplissement monétaire. Si les taux à 2 ans restent bien ancrés entre 3,5% et 3,6%, ce qui reflète l'anticipation de deux baisses de taux supplémentaires contenue dans les dot plots de septembre, **les taux longs ont rebondi sur les 4% et hésitent à franchir ce Rubicon**. En effet, la croissance américaine reste très bien orientée, alors que l'inflation refuse de reprendre le chemin des 2%.

En Europe, les taux longs ont continué sur leur tendance haussière. Les tensions sur les dettes publiques restent palpables alors que le réendettement allemand va se matérialiser dès l'année prochaine. La crise politique en France amène le spread OAT-Bund à s'installer durablement au-dessus des 80pb, alors que le spread BTP-OAT s'est inversé.

Crédit: "Nouveau resserrement des spreads"

L'activité a été très forte en ce trimestre. Les anticipations de baisse de taux aux Etats-Unis ainsi que la bonne dynamique des indices économiques de part et d'autre de l'Atlantique ont permis aux actifs risqués de toucher de nouveaux records. Ainsi, en miroir des marchés actions au plus haut, les spreads de crédit ont touché des plus bas historiques aux US, tant sur la partie IG que HY.



Source: Factset, 30/06/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Point qui mérite d'être souligné et qui rappelle l'appétit des investisseurs, ce nouveau resserrement des indices crédit s'est fait particulièrement durant un mois de septembre très prolifique en termes d'offre de nouvelles émissions. Le mois de septembre 2025 a en effet été un des plus fertiles de l'histoire sur le marché primaire avec plus de \$230md d'émission au global. Cela aurait pu peser sur les valorisations secondaires, mais dans l'ensemble, le marché a très bien tenu grâce notamment à la très forte demande finale qui a souvent permis de réviser en baisse les rendements offerts.

Marchés Actions

Actions: «Les marchés américains empilent les records»

Le rallye post Liberation Day a continué sur les marchés actions tout au long du trimestre (S&P 500: +8,1%, Nasdaq 100: +9,0%). L'effervescence dans la Tech reste le moteur principal des marchés qui vont de record en record. Les 7 Magnifiques en profitent logiquement (BM7P: +17,5%), bien aidées par le retour gagnant de Tesla (+40%) et, surtout, les résultats encore très solides de Nvidia (+18,1%). L'écosystème IA a aussi profité d'une excellente publication d'Oracle (+28,7%) et du retour dans la course d'Intel (+49,8%).

Le contexte économique américain reste porteur, ce que montre **la révision à la hausse de la croissance économique du T2 (+3,8% t/t annualisé)** ainsi que des PMIs solidement campés en territoire d'expansion (Composite: 53,6) pour achever le troisième trimestre. Suite à la détérioration de l'emploi constatée ces derniers mois, la Réserve fédérale a procédé à une baisse de taux, ouvrant la porte à un cycle de desserrement monétaire.

Concernant le sentiment, l'enquête Fund Manager Survey de Bank of America pour le mois de septembre a laissé transparaître une forme d'exubérance qui ne semble pas trop inquiéter les investisseurs. **Par conséquent, les creux de marché ont été assez systématiquement achetés**, si bien que selon Factset, les actions du S&P 500 se paient aujourd'hui près de 22 fois les profits attendus à 12 mois, un niveau dépassé seulement à l'époque de la bulle Internet et à la sortie de la pandémie de Covid.

12-month forward Price Earning Ratio by week by index



Source: Silex Carat, Factset, 26/09/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Matières Premières

Pétrole: "Les équilibres restent baissiers"

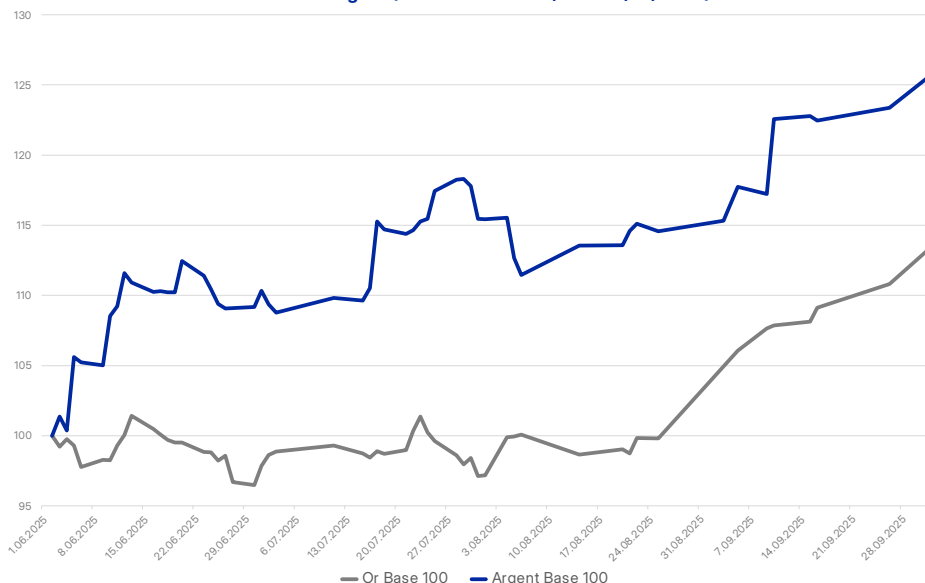
Le pétrole affiche une tendance baissière sur le trimestre (Brent: -3,1%). Les dernier mois ont été dominés par un bras de fer entre prime de risque géopolitique et surabondance d'offre. Les menaces de sanctions "secondaires" brandies par Washington contre le brut russe ont périodiquement ravivé une prime de risque, sans parvenir à renverser une réalité de marché plus prosaïque: **l'offre reste excédentaire** et le Brent bute à répétition sur un plafond psychologique autour de 70 \$ (seuil qui semble constituer la limite de tolérance de Trump).

Dans ce contexte, l'accord OPEP+ — hausses séquentielles de production aboutissant à un nouveau relèvement acté pour octobre (+137 kb/j) — a servi de piqure de rappel: **les coupes volontaires des deux dernières années sont désormais effacées et le marché doit composer avec un flux additionnel régulier.** L'écart défavorable au WTI s'est accentué sous l'effet des fondamentaux américains: stocks au-dessus des attentes et redressement du nombre de puits de pétrole après le point bas de début août. Au total, la géopolitique a soufflé le chaud et le froid, mais c'est l'excès d'offre — entretenu par l'OPEP+ et conforté par des signaux de demande moins porteurs — qui a fixé le ton d'un trimestre plafonné sous 70 \$.

Métaux précieux: "L'or brille, l'argent s'envole"

L'or (+16,4%) et l'argent (+29,1%) ont tous deux réalisé des performances stratosphériques au troisième trimestre. Du côté de l'or, le plafond des 3500 dollars a été largement dépassé après que la Fed a annoncé qu'elle allait baisser ses taux. Les multiples tentatives de **déstabilisation de la banque centrale** menées par l'administration Trump ont aussi créé un environnement porteur pour la "relique barbare". De manière générale, la demande des banques centrales et des investisseurs particuliers (via les ETF notamment) reste forte. **L'argent fait encore mieux**, ramenant le ratio or/argent au plus bas depuis un an, aux environs de sa moyenne des 5 dernières années. Sur le long terme, nous préférons l'or pour lequel l'intérêt des banques centrales est particulièrement prononcé.

Prix Or et Argent (Base 100 entre 01/06 - 02/10/2025)



Source: Macrotrends.net, 03/10/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Disclaimer & Copyright

Clause de non-responsabilité

Ce document est uniquement à titre d'information et en aucun ne peut être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité.

L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de Renalco SA.

Gestion de Fortune Privée & Family Office

Renalco est une société de gestion de fortune privée et indépendante, basée à Genève depuis 1979 et réglementée par la FINMA.

Nos gestionnaires expérimentés offrent un service personnalisé en proposant des solutions adaptées aux besoins de nos clients suisses et internationaux. Notre indépendance totale assure que vos actifs sont gérés uniquement en fonction de vos intérêts.

Nous offrons également des services de Family Office ainsi qu'un éventail d'autres services à travers notre réseau international basé sur un modèle d'architecture ouvert. Renalco entretient une relation privilégiée avec un cabinet d'avocats réputé de la place genevoise.

**Votre partenaire de confiance
en Suisse.**



Rue du Général-Dufour 15
1204 Genève - Suisse

+41 22 321 17 00 / info@renalco.ch

<https://renalco.ch>



SCAN ME