

REVUE TRIMESTRIELLE  
DES MARCHÉS FINANCIERS  
ET PERSPECTIVES

---

**2025/T4**

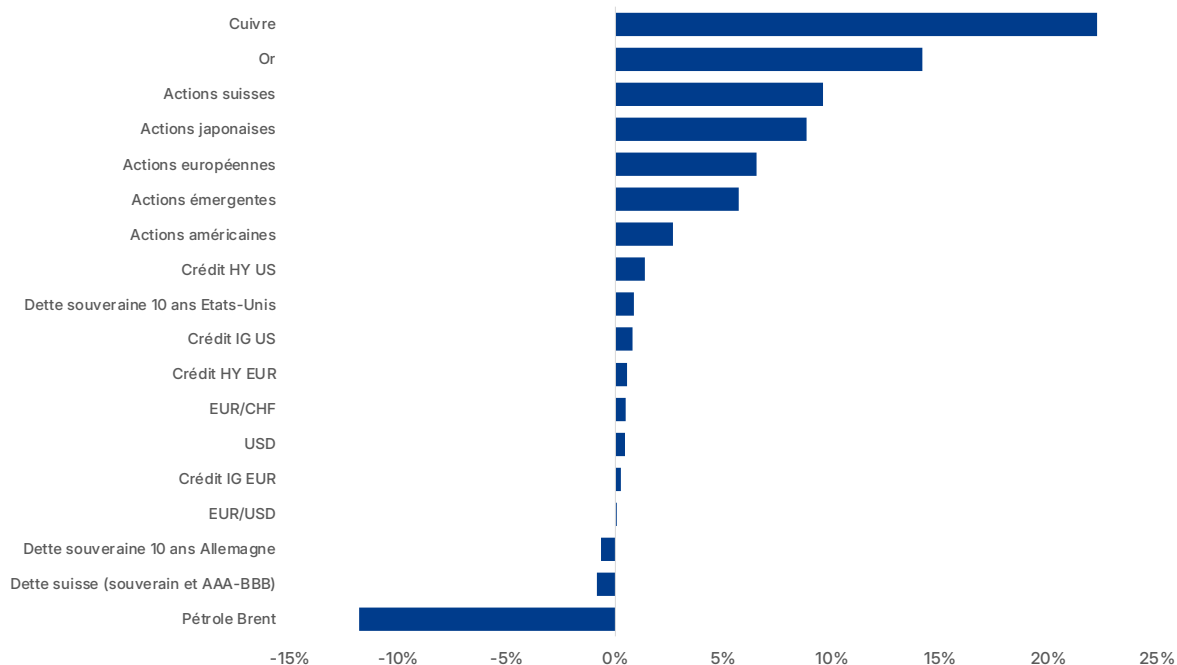


**Renalco**

# Sommaire

Panorama	<b>3</b>
Macroéconomie	<b>4-7</b>
Marchés Obligataires	<b>8</b>
Marchés Actions / Devises	<b>9</b>
Matières Premières	<b>10</b>

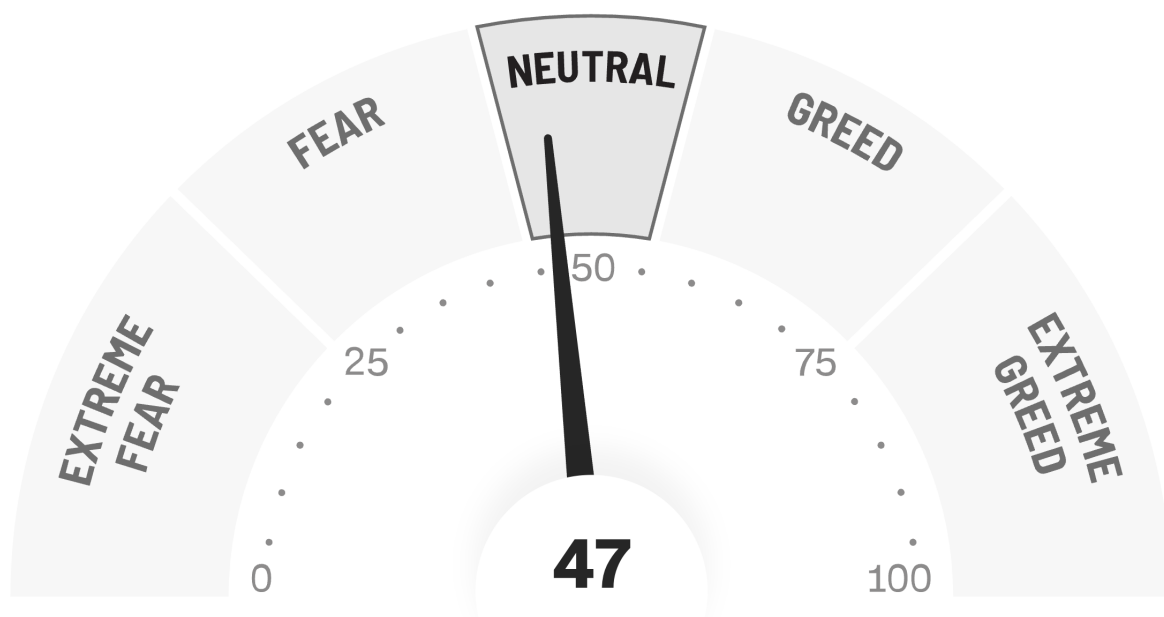
## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS PERFORMANCES SUR LES 3 DERNIERS MOIS



Source: Factset, 31/12/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

## INDEX FEAR (PEUR) & GREED (CUPIDITÉ) QUELS SENTIMENTS GUIDENT LES MARCHÉS EN CE MOMENT ?



Last updated Jan 6 at 5:44:16 AM ET

Source: CNN Business, 6/01/2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# Macroéconomie

## Etats-Unis : "Une Fed plus sélective après trois baisses assurantielles"

Le trimestre s'est ouvert sur un **shutdown budgétaire américain**, qui a paralysé la publication des données macroéconomiques pendant plusieurs semaines, sans pour autant enrayer la dynamique d'activité : les enquêtes de conjoncture sont restées bien orientées et les surprises de croissance sont restées assez favorables aux Etats-Unis.

**La Réserve fédérale a poursuivi ses baisses de taux**, réduisant les Fed funds de 25 pb en octobre puis à nouveau en décembre, pour les ramener entre 3,50% et 3,75%. Powell a décrit ces décisions comme des « cuts » de gestion des risques, visant à rééquilibrer les risques entre un marché du travail moins dynamique et une inflation encore trop élevée. Le tournant du trimestre vient surtout des projections : la Fed a surpris par des prévisions de croissance 2026 robustes et une médiane des dot plots n'ouvrant la porte qu'à une seule baisse de taux l'année prochaine, même si la dispersion des « dots » reste marquée.

La fin du QT début décembre et le lancement des « Reserve Management Purchases » ont aussi signalé un changement de régime sur le bilan. Côté consommateur, la divergence entre « soft » et « hard data » est restée frappante : la confiance des ménages est demeurée basse, tandis que les ventes au détail ont montré un redémarrage. Sur le marché du travail, les chiffres ont été rendus bruyants par le shutdown, mais les inscriptions au chômage sont restées contenues, suggérant une détérioration graduelle plutôt qu'un décrochage.



Source: Factset, 31/12/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

# Macroéconomie (...)

## Zone euro : "La BCE reste en pause, mais la croissance surprend"

En zone euro, le trimestre a confirmé une dynamique de croissance plus résiliente que redouté, même si l'industrie n'a pas retrouvé une expansion franche. Après un léger rebond de l'inflation en octobre (principalement lié à des effets de base), l'inflation se trouve désormais autour de l'objectif de 2%.

**La BCE a maintenu le taux de dépôt à 2% tout au long du trimestre**, et ses prévisions de croissance publiées en décembre ont été revues à la hausse pour 2025 et 2026. Avec une inflation des services encore tenace, le Conseil des Gouverneurs a privilégié l'attentisme, tandis que les marchés n'attendent plus de mouvement en 2026 à ce stade. Sur le terrain de l'activité, les PMI composites sont restés au-dessus de 50, avec des services dynamiques, mais une industrie allemande toujours en difficulté. La France s'est distinguée en décembre par un PMI composite repassant au-dessus de la ligne de flottaison, une première depuis plus d'un an.

## Royaume-Uni : "Une baisse de taux... et un message hawkish"

Au Royaume-Uni, la séquence a été rythmée par le budget d'automne puis par la réunion de décembre de la Banque d'Angleterre. La présentation budgétaire a été globalement bien digérée par les marchés, malgré des arbitrages délicats entre soutien à la croissance et discipline.

**La BoE a abaissé son « Bank Rate » de 25 pb en décembre à 3,75%**, soutenue par une décrue de l'inflation et un marché du travail en nette perte de vitesse. Mais la décision s'est jouée sur la plus petite des marges (5-4) et Andrew Bailey a insisté sur une marge d'assouplissement « plus limitée » à l'avenir. Les indicateurs d'activité sont restés mieux orientés que sur le continent, avec des PMI en expansion et une industrie en amélioration. En conséquence, les anticipations de baisse de taux pour 2026 ont été revues à la baisse : le marché n'envisage plus qu'un à deux mouvements.

# Macroéconomie (...)

## Chine : "Excédent record à l'export, demande intérieure en panne"

En Chine, l'actualité du trimestre a opposé une puissance exportatrice toujours impressionnante à une économie domestique qui peine à redémarrer. Après la trêve commerciale sino-américaine annoncée en octobre, le modèle néomercantiliste chinois a continué de battre des records : **dès novembre, l'excédent commercial sur les marchandises a franchi la barre des 1000 milliards de dollars sur l'année.**

**En parallèle, les signaux internes se sont détériorés** : ralentissement de la production industrielle, recul de l'investissement, ventes au détail en perte de vitesse et déflation persistante sur les prix à la production et l'immobilier. Le rebond des prix à la consommation observé en fin de trimestre a davantage ressemblé à un effet d'optique qu'à une normalisation franche.

Le yuan a bénéficié des excédents extérieurs, les autorités laissant la devise passer sous 7 contre le dollar, mais l'équation reste délicate : soutenir l'activité intérieure sans relancer une nouvelle vague de surcapacités.

## Inde : "Croissance domestique solide, inflation très basse... mais une devise sous tension"

Sur le **T4 2025**, l'Inde a continué d'afficher un profil macro très porteur : l'activité reste tirée par la demande intérieure (consommation, investissement) et les indicateurs "officiels" ont confirmé un rythme élevé, avec un **PIB réel à +8,2%** sur le trimestre **juillet-septembre 2025 (Q2 FY25-26)**, que la RBI a elle-même mis en avant comme un point d'appui du scénario central.

En parallèle, la désinflation a été spectaculaire : l'inflation CPI de **novembre 2025** ressort à **+0,7% (YoY)**, principalement grâce à une **inflation alimentaire négative**. Ce couple **croissance élevée + inflation très contenue** a ouvert la voie à un ajustement monétaire en fin de trimestre. Après avoir **maintenu le taux repo à 5,50%** et conservé une posture neutre début octobre, la RBI a abaissé le repo de 25 pb à 5,25% lors de sa réunion de début décembre, tout en restant prudente sur le "guidage" (stance toujours neutre).

Côté marchés, le message est un peu moins "linéaire". Les actifs indiens ont été soutenus par la dynamique domestique, mais **la pression sur la roupie** s'est intensifiée en fin d'année. Sur les taux, la courbe reste globalement "ancrée" en zone **milieu de 6%** sur le 10 ans, mais la sensibilité à l'offre (émissions, dette des États) et aux flux étrangers s'est accrue en toute fin d'année.

# Macroéconomie (...)

## Japon : “La BoJ reprend le resserrement, mais le yen refuse de repartir”

Au Japon, l'instabilité politique a continué d'alimenter la volatilité, avec l'annonce d'un plan de relance important à l'automne et des débats récurrents sur le risque de « dominance budgétaire ». Les marchés ont toutefois été rassurés par la préservation de l'indépendance de la banque centrale.

**La Banque du Japon a finalement relevé son taux directeur en décembre de 0,50% à 0,75%**, à mesure que l'inflation, notamment dans les services, et les signaux salariaux se raffermisssent à l'approche du “shuntō” 2026. La conjoncture a montré des signes d'amélioration, avec des enquêtes en territoire d'expansion et des exportations en hausse.

Pour autant, le yen est resté sous pression : les craintes budgétaires ont pris le pas sur le resserrement de l'écart de taux avec les Etats-Unis, même si le gouvernement a multiplié les signaux laissant ouverte la porte à une intervention en cas de mouvement jugé excessif.

## Suisse : “Des droits de douane allégés, la BNS peut voir venir”

**En Suisse, la fin d'année a été marquée par un accord commercial avec Washington réduisant les droits de douane de 39% à 15%**, retirant une partie de l'incertitude qui pesait sur les secteurs exportateurs. Les indicateurs de sentiment se sont améliorés dans la foulée.

**La BNS a maintenu son taux directeur à 0%**, malgré une inflation flirtant avec la borne basse de la cible. La reprise de l'activité a réduit les craintes d'un retour aux taux négatifs, tandis que le franc a conservé une coloration refuge.

# Marchés Obligataires

## Taux : "En ordre dispersé"

Sur le trimestre, la trajectoire des politiques monétaires a confirmé des divergences importantes : la Fed a poursuivi ses baisses « assurantielles » mais a durci son discours prospectif pour 2026 ; la BCE est restée en pause ; la BoE a coupé tout en maintenant un biais restrictif ; la BoJ a repris son cycle de hausse ; la BNS est restée à 0%.

Dans cet environnement, la lecture des courbes a été dominée par la question du rythme de l'assouplissement américain et par les débats autour des primes de terme. Au Japon, et en Allemagne, les taux longs ont flambé en raison d'annonces de plans de relance mal digérés par les marchés.

## Crédit : "Un portage toujours recherché, malgré une visibilité réduite"

Les spreads IG et HY ont fini l'année proches de leurs points bas, malgré une remontée des taux longs en décembre. Dans cet environnement, la hiérarchie des performances est restée claire : **dette émergente en dollar, dettes subordonnées (AT1) et high yield** ont continué de capter l'appétit pour le carry, tandis que le **crédit US** a davantage profité du contexte de taux que l'Europe.

**La volatilité a davantage été "micro" que "macro"**. Les hésitations autour de la FED et la séquence de données américaines ont entretenu des allers-retours (notamment sur le HY, avec des amplitudes marquées), mais les investisseurs ont régulièrement **racheté les points bas**, soutenus par des fondamentaux encore solides. Les principaux soubresauts sont venus d'épisodes idiosyncratiques sur le **crédit privé US** (affacturage), non systémiques, mais révélateurs d'un marché où la prime de risque laisse peu de marge d'erreur.

**Message pour 2026 : portage d'abord, sélection ensuite.** Avec des spreads déjà serrés, la performance devrait être **moins portée par la compression** et davantage par le **carry**, dans un contexte où l'IG devra absorber un volume d'émissions encore élevé (tech/M&A) et où nous surveillerons le retour de politiques financières plus agressives côté HY. Le scénario de marché reste favorable au crédit, mais la trajectoire sera vraisemblablement **moins linéaire** qu'en 2025.

# Marchés Actions

## Actions : "Un trimestre porté par l'exceptionnalisme américain"

**Un trimestre solide, mais moins "linéaire" : le marché a surtout digéré son rallye.** Après un mois d'octobre porté par la **Tech américaine** (et une valorisation devenue exigeante), avec quelques à-coups de volatilité vite résorbés, novembre a ressemblé à **un crash-test de la thèse IA** : pauses, doutes sur le surinvestissement dans les data centers et la monétisation, puis rebond en fin de mois à la faveur d'un pivot plus accommodant de la Fed et du retour du "Fed put".

**La rotation a été le vrai fil conducteur.** Quand la Tech cale (Nasdaq sous pression en novembre), les investisseurs réallouent : **Healthcare** en ancrage défensif et en surperformance, tandis que la **défense européenne** a connu un trou d'air sur espoirs d'"apaisement" en Ukraine. En décembre, changement de décor : **rattrapage européen, banques en tête** et regain d'intérêt pour les **semi-conducteurs** (avec un marché très attentif à la discipline de capex et aux sujets de chaînes d'approvisionnement).

**Fin d'année : un "risk-on" mieux diversifié, mais toujours dépendant de la narration IA et du policy mix US.** L'optimisme de fin 2025 s'est exprimé par la reprise de l'Europe et le leadership des financières, tout en gardant une vigilance élevée sur la capacité du complexe IA à justifier ses multiples. Le trimestre rappelle surtout une chose : **la performance se construit autant par la sélection sectorielle (et des dossiers idiosyncratiques/M&A) que par le beta pur.**

## Devises

### Devises : "Un dollar en dents de scie pour achever une année de forte dépréciation"

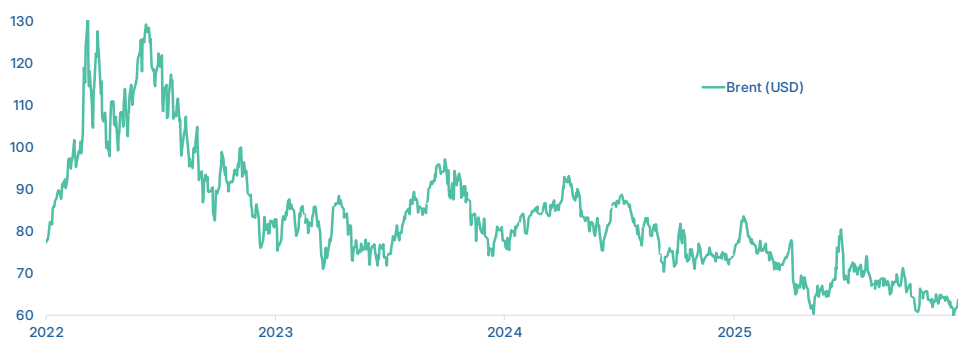
Le dollar s'est apprécié en octobre, porté par un message de la Fed jugé moins accommodant et par des surprises de croissance favorables aux Etats-Unis. Il a ensuite reculé en novembre et décembre à mesure que les marchés se focalisaient sur la baisse de taux de décembre. **Au total, l'indice DXY termine le trimestre légèrement en hausse (+0.4%), mais clôt 2025 en nette baisse (-9,3%), sa pire performance annuelle depuis 2017.**

Parmi les grandes devises, l'euro termine le trimestre inchangé (EURUSD : -0.0%), la livre sterling progresse légèrement (GBPUSD : 0.4%) grâce à une BoE perçue comme plus restrictive en 2026, et le franc suisse avance aussi (CHFUSD : 0.6%), la probabilité de taux négatifs ayant été repoussée. Le yen, en revanche, s'est nettement déprécié sur le trimestre (USDJPY : +6.4%), les craintes budgétaires ayant contrebalancé la reprise des hausses de taux de la BoJ.

# Matières Premières

## Pétrole : "L'excès d'offre garde la main, malgré la géopolitique"

Le pétrole a reculé pour le troisième mois consécutif en décembre et termine le trimestre en baisse d'environ -11,8% pour le Brent (-10,7% pour le WTI). Le fil conducteur a été celui d'un marché structurellement excédentaire : les annonces de l'OPEP+ (hausse de production en novembre puis gel annoncé pour le T1 2026) n'ont pas suffi à faire disparaître le consensus de surproduction. Les marchés ont également intégré l'hypothèse d'un apaisement sur le front ukrainien, ce qui a contribué à peser sur l'énergie en fin d'année. Au total, le Brent a terminé 2025 en forte baisse (-18,8%), sa pire année depuis la pandémie.

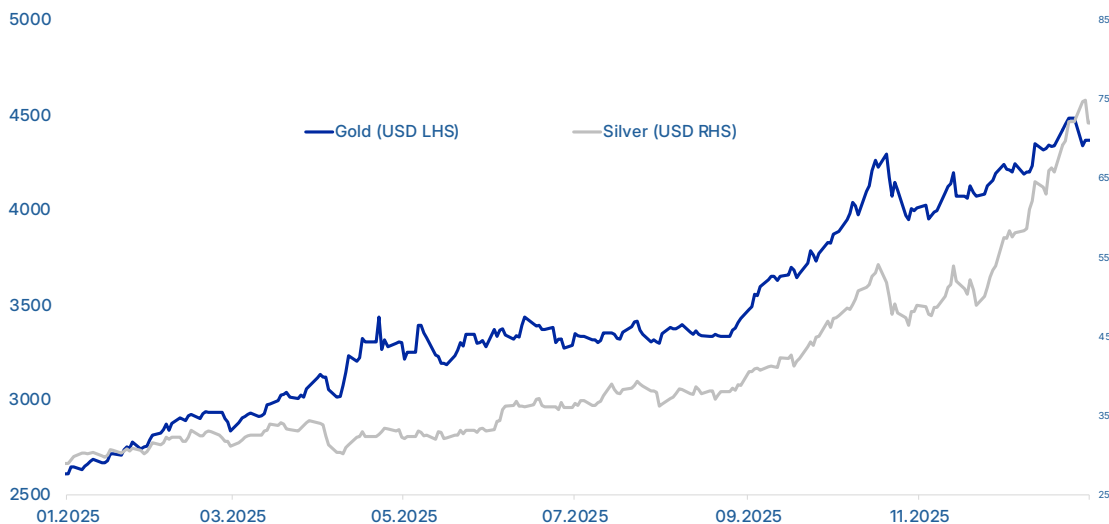


Source: CRB - Commodity Research Bureau, 05/01/2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

## Métaux précieux : "L'or brille, l'argent signe une année hors norme"

Après un épisode de forte volatilité en octobre, l'or et surtout l'argent ont accéléré en novembre et décembre. Sur le trimestre, l'or progresse d'environ 12,1% et l'argent d'environ 49,7%. La baisse des rendements réels anticipés, le contexte géopolitique et la demande structurelle (banques centrales pour l'or) ont continué de jouer en soutien. L'année 2025 se conclut sur des performances historiques : +64,6% pour l'or et +148,0% pour l'argent, leur meilleure année depuis 1979.



Source: LBMA - London Bullion Market Association, 05/01/2026

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.

11

Rédaction achevée le **6 janvier 2026**.

© 2026 Renalco SA. Tous droits réservés.

# 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](mailto:info@renalco.ch)

<https://renalco.ch>



**SCAN ME**