

Revue trimestrielle
des marchés financiers
et perspectives

2026/T3

Sommaire

Panorama	3
Macroéconomie	4-9
Marchés Obligataires	10-11
Marchés Actions	12
Devises	13
Matières Premières	14-15

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.

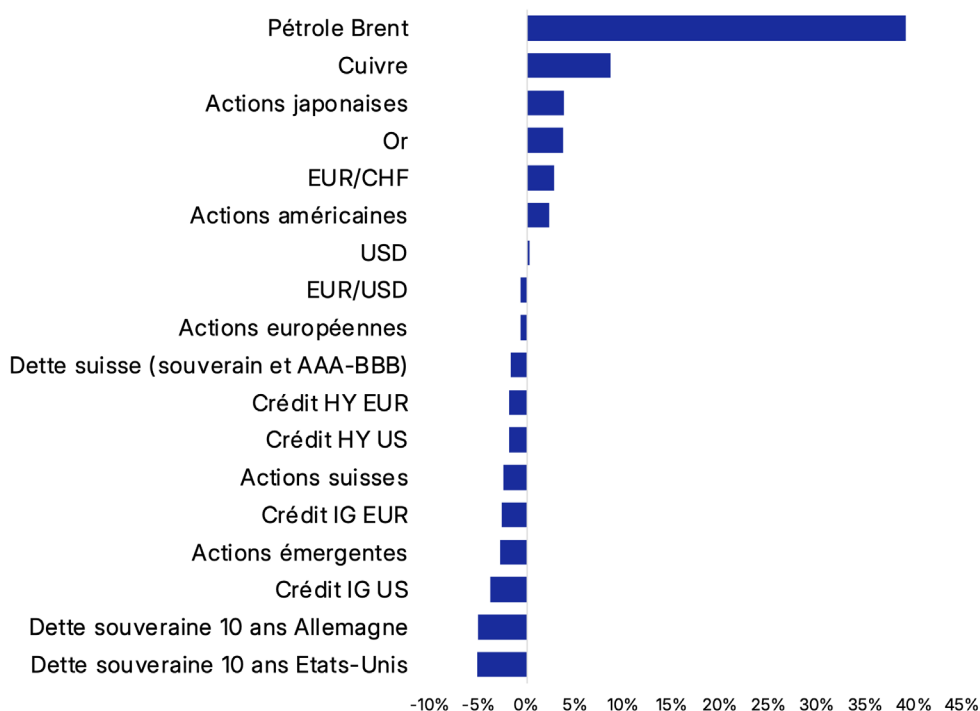
Rédaction achevée le **1er octobre 2026**.

© 2026 Renalco SA. Tous droits réservés.

Panorama

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCE SUR LES 3 DERNIERS MOIS

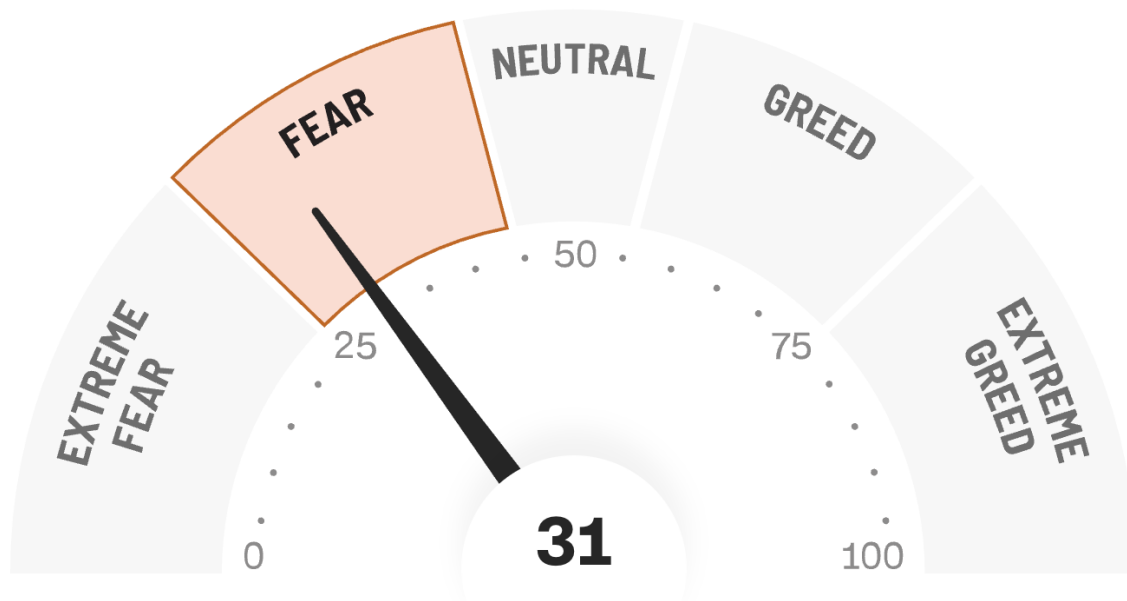


Source: Silex / Factset, 30/9/2026

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 1 at 6:54:46 AM ET

Source: CNN Business, 01/10/2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Macroéconomie

Etats-Unis : “Warsh passe à l’acte”

Le regain de tension sur l'énergie a trouvé l'économie américaine en pleine accélération. La croissance du deuxième trimestre a été révisée de +1,5% à +2,2% t/t annualisé, et les ventes finales aux acheteurs privés domestiques ont bondi de +4,6%, du jamais vu depuis 2023.

L'ISM manufacturier a touché 55,6 en juillet, au plus haut depuis plus de quatre ans, puis le PMI composite flash 58,4 en septembre, un record depuis 2022, avec toujours l'investissement lié à l'IA comme moteur.

Le marché du travail a donné quelques sueurs froides au cœur de l'été, avec un emploi salarié en baisse en juillet, avant que le rebond d'août (+162 000 postes, assorti de révisions qui ont effacé le chiffre négatif de juillet) ne dissipe l'alerte. Le chômage est redescendu à 4,1%, contre 4,3% au printemps, sur fond de participation faible mais largement choisie.

Reste une dissonance de taille, le moral des ménages : l'indice du Conference Board est tombé en septembre à son plus bas depuis 2014, alors que les ventes au détail progressaient de +1,2% m/m en août. Les Américains se disent inquiets, mais ils continuent de dépenser.

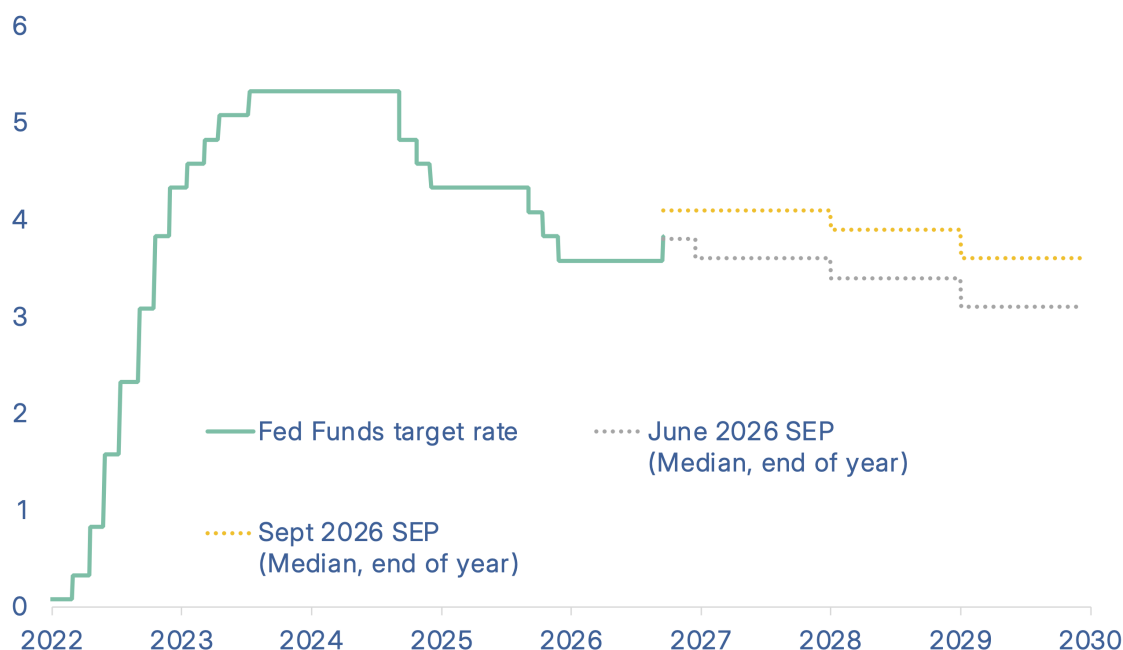
Côté prix, le trimestre avait bien commencé, le CPI de juin (+3,5% a/a, contre +3,8% attendu) confirmant que mai marquait le pic. Mais le PCE, l'indicateur privilégié de la Fed, s'est montré plus têtue, et **Kevin Warsh n'a jamais caché qu'il jugeait insuffisants les progrès de l'été.**

Après un FOMC de juillet où trois votants réclamaient déjà une hausse, la Fed a relevé en septembre le taux cible des Fed funds de 25 pb, à 3,75%-4,00%, à l'unanimité. Les projections ont été durcies (inflation 2026 relevée à +3,7%, chômage abaissé à 4,1%) et la médiane des « dot plots » prévoit une nouvelle hausse d'ici décembre, puis un statu quo à 4,1% en 2027. La fin du trimestre a pourtant brouillé le message : des révisions méthodologiques du BEA ont ramené l'inflation PCE de juillet de +3,7% à +3,4% (+3,0% pour le sous-jacent), des niveaux confirmés en août.

Le progrès porte sur le niveau plus que sur la direction, plus de la moitié des composantes progressant encore de plus de 3%, mais il rend probable une surestimation de l'inflation de fin d'année dans les projections de la Fed. Avec un président qui revendique de moins communiquer, le risque de malentendu avec les marchés grandit.

Macroéconomie

Taux cible des Fed funds et médiane des dot plots



Source: Silex / Federal Reserve, 30/9/2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Zone euro : “Le talon d’Achille tient le choc”

La zone euro a déjoué les pronostics. Au printemps, l’énergie chère semblait la condamner à la stagnation ; l’été a dessiné une tout autre trajectoire. Le PIB du deuxième trimestre a été révisé à +0,6% t/t (+0,4% hors Irlande) et le PMI composite a grimpé jusqu’à 53 en septembre, au plus haut depuis plus de trois ans, l’industrie et les services avançant désormais de concert, en Allemagne (53,8) comme, plus timidement, en France (51,2).

Deux zones d’ombre subsistent. Le consommateur ne suit pas, les ventes au détail ayant ralenti trois mois de suite. Et la concurrence chinoise prend une ampleur inédite : l’excédent de Pékin vis-à-vis de l’Union européenne dépasse 30 milliards de dollars par mois depuis cinq mois, et le durcissement du ton de Friedrich Merz rend crédible une guerre commerciale entre Bruxelles et Pékin. Sur le front des prix, la rechute est réelle mais circonscrite.

Macroéconomie

L'inflation totale est remontée de +2,8% en juin à +3,2% en août, tirée par l'énergie (+14,3% sur un an), alors que le sous-jacent est resté sage (+2,4%) et que l'inflation des services est revenue à +3,0%, son plus bas depuis 2021. **La BCE n'a pas voulu prendre de risque : après une pause en juillet, elle a relevé son taux de dépôt à 2,50% le 10 septembre**, à l'unanimité, en relevant ses projections d'inflation pour 2027 et 2028.

Les avis divergent sur la suite, même si une nouvelle hausse de taux en décembre est assez consensuelle pour les marchés. Un choc d'origine énergétique et une demande sans surchauffe plaident pour une pause. Le vrai test sera hivernal, compte tenu du niveau très bas des stocks de gaz (voir la partie Pétrole).

Royaume-Uni : “Les Gilts n'attendent pas la BoE”

L'économie britannique a passé l'été mieux qu'attendu. La croissance du deuxième trimestre a été révisée à +0,5% t/t (+1,4% sur un an) et le PMI composite est resté en zone d'expansion tout au long du trimestre. Le marché du travail s'effrite lentement : le chômage est bloqué à 4,9% depuis quatre mois et les données PAYE ont fait état de 26 000 suppressions de postes en août.

Dans le privé, les salaires ne progressent que de +2,8% a/a, loin de toute spirale. L'inflation est pourtant repartie (+3,1% a/a en août, contre +2,6% en juin) sous l'effet des tarifs réglementés de l'énergie, et les prix à la production montrent que les coûts commencent à remonter les chaînes de valeur, même si le sous-jacent reste stable à +2,6%.

La Banque d'Angleterre a maintenu son taux à 3,75%, avec à deux reprises trois membres sur neuf favorables à une hausse. Elle a aussi retiré 120 milliards de livres de Gilts longs du stock destiné à être vendu dans le cadre de son resserrement quantitatif. Le geste n'a pas calmé la partie longue de **la courbe : le Gilt à 10 ans a dépassé 5,2%, du jamais vu depuis 2008, et le 30 ans a approché 5,9%, au plus haut depuis 1998.**

Avec un emprunt public déjà supérieur de 8,1 milliards de livres à la trajectoire de l'OBR, le budget d'automne du 28 octobre sera le vrai test du gouvernement d'Andy Burnham.

Macroéconomie

Chine : “L’usine tourne, le consommateur dort”

Le trimestre a encore creusé le fossé entre la Chine qui produit et la Chine qui consomme. Les ventes au détail sont retombées à +0,4% a/a en août et l’investissement en actifs fixes s’est contracté pour le cinquième mois consécutif (-7,2% a/a), plombé par l’immobilier (-21,5%) mais aussi, désormais, par l’industrie.

L’inflation à la consommation est retombée à +0,5% en juillet : la bosse énergétique du printemps n’a laissé aucune trace. La production industrielle résiste (+5,2% a/a en août), avec une polarisation extrême entre les filières de pointe (robots : +34,6%, circuits intégrés : +20,6%) et une vieille économie en surcapacité (ciment : -11,7%).

À l’extérieur, la machine paraît inarrêtable : l’excédent commercial cumulé atteint 805 milliards de dollars à fin août, devant le rythme record de 2025. La visite de Xi Jinping à Washington fin septembre n’a guère changé la donne, avec une trêve commerciale prolongée de deux mois seulement, des droits de douane allégés sur environ 30 milliards de dollars de biens dans chaque sens et un dossier des terres rares toujours ouvert.

Face au risque de manquer l’objectif de croissance de 4,5%-5%, Pékin a promis d’« intensifier l’ajustement contracyclique », par des investissements dans les « Six Réseaux » (eau, électricité, capacités de calcul, télécoms, réseaux souterrains, logistique) et quelques mesures de crédit.

Plus un coup de pouce qu’un bazooka : l’enveloppe ne devrait pas dépasser 0,5% du PIB, et le marché d’actions domestique, qui sort de son pire trimestre depuis 2022, ne s’y est pas trompé.

Chine : Ventes au détail (a/a)



Source: Silex / Federal Reserve, 30/9/2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Macroéconomie

Inde : “La croissance ne retient pas les capitaux”

L'Inde a confirmé qu'elle restait l'une des grandes économies les plus dynamiques du monde. Le PIB a progressé de +7,8% a/a au premier trimestre de l'exercice 2026-27 (avril-juin), bien au-delà des 7% anticipés par la RBI, porté par l'investissement (+11,9%) et la consommation des ménages (+7,1%).

Début août, la Reserve Bank of India a maintenu son taux repo à 5,25% à l'unanimité, tout en relevant sa prévision de croissance (+6,7%). Mais l'inflation remonte mois après mois (+4,82% a/a en août, contre +3,93% en mai), au point que plusieurs économistes envisagent désormais une hausse de taux d'ici la fin de l'exercice.

Les marchés racontent une histoire bien plus terne. Face à un pétrole proche de 100 dollars et à des taux américains au-dessus de 5%, la facture énergétique gonfle, le différentiel de taux avec les États-Unis se réduit et la roupie a touché un plus bas historique, près de 97 contre dollar.

Les investisseurs étrangers sont redevenus vendeurs en septembre (environ 2,7 milliards de dollars, la plus forte sortie mensuelle depuis six mois) et le MSCI India recule de 4,4% sur le trimestre. Le contentieux commercial avec Washington n'est pas réglé, les négociations se poursuivant à l'approche d'une échéance liée aux droits de douane punitifs sur les achats de pétrole russe.

Japon : “Le yen sous perfusion”

La Banque du Japon a accéléré le pas : trois mois seulement après la hausse de juin, elle a porté son taux directeur à 1,25% en septembre, alors que le rythme moyen depuis 2024 était plutôt d'un relèvement par semestre. Les arguments ne manquaient pas : salaires nominaux en hausse de +4,7% a/a, prix à la production au-dessus de 7% et inflation proche de 2% (+1,9% a/a).

Elle n'a pas convaincu pour autant qu'elle maintiendrait la cadence, et les marchés n'attendent plus qu'une hausse d'ici décembre. Elle a des excuses : les dépenses des ménages ont reculé pour le huitième mois consécutif en juillet (-3,6% a/a).

Le yen reste le juge de paix. Fin juillet, il a frôlé les 164 contre dollar avant qu'une **intervention coordonnée du ministère des Finances japonais et du Trésor américain** ne le ramène sous 158, Washington rappelant au passage qu'un resserrement monétaire plus résolu était la contrepartie de son soutien.

Macroéconomie

Le yen termine le trimestre en hausse de 3,4% face au dollar, autour de 157, mais il le doit davantage aux autorités qu'aux fondamentaux. Le marché obligataire continue de douter : le 10 ans a franchi 3% pour la première fois depuis 1996, et la baisse temporaire de la taxe sur la consommation alimentaire décidée par le gouvernement Takaichi (de 8% à 1% à partir d'avril 2027) n'a pas rassuré sur les finances publiques.

Suisse : “Quand le plan se déroule sans accroc”

La BNS avait misé sur le change plutôt que sur les taux, et le trimestre lui a donné raison. L'EUR/CHF est passé d'environ 0,92 début juillet à près de 0,95 fin septembre et le franc a cédé 3,4% face au dollar, devenu une monnaie de financement prisée face à une BCE qui resserre.

Effet recherché : l'inflation est remontée à +0,8% a/a en août, son plus haut depuis septembre 2024, sous l'effet de prix à l'importation de nouveau en hausse. La BNS a donc laissé son taux à 0% le 24 septembre, sans inflexion de discours, tout en relevant légèrement sa prévision d'inflation pour 2026 (+0,7%).

La conjoncture a surpris par sa vigueur : le PIB a progressé de +1,5% t/t au deuxième trimestre, sa plus forte hausse depuis 2021, même si la chimie et la pharmacie y ont beaucoup contribué, et le KOF est passé de 103,5 en juillet à 109,1 en septembre.

La BNS a relevé sa projection de croissance à +1,5%-2,0%, contre +1,0% en juin. Seul le consommateur reste en retrait. Avec une inflation qui remonte sans menacer la cible et un franc qui ne pèse plus sur les exportateurs, le taux zéro devrait durer encore plusieurs trimestres.

Marchés Obligataires

Taux : “L’été meurtrier des obligations”

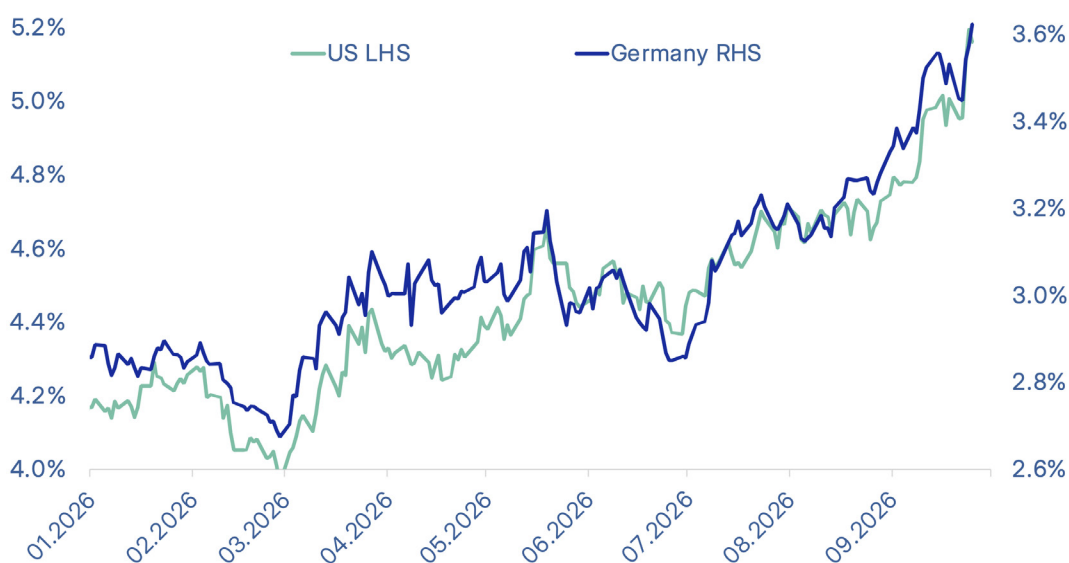
Le trimestre restera comme celui d’une vente massive et mondiale des emprunts d’État, concentrée sur les maturités longues. Le 10 ans américain est passé d’environ 4,4% fin juin à quelque 5,2% fin septembre, un niveau inédit depuis 2007, et le 30 ans a approché 5,5%, au plus haut depuis 2004.

Le Bund à 10 ans a grimpé de 2,9% à près de 3,6%, au plus haut depuis 2009, tandis que le Gilt à 30 ans et le JGB à 10 ans atteignaient des sommets de près de trente ans. En performance totale, la sanction est lourde : -5,2% pour le 10 ans américain, -5,0% pour le Bund et -6,4% pour le BTP italien. Contrairement au trimestre précédent, aucune détente de fin de période n’est venue effacer les pertes.

La hausse de l’inflation et le retour des hausses de taux expliquent une partie du mouvement, surtout sur les échéances courtes. Mais l’essentiel s’est joué sur la prime de terme. **Les investisseurs doivent absorber une avalanche d’émissions, celles des États mais aussi, phénomène nouveau, celles des géants de la tech, qui financent désormais leurs centres de données sur le marché obligataire.**

Les adjudications s’en ressentent, celle du 5 ans américain de septembre comptant parmi les plus mauvaises depuis 2018. Le Trésor américain a multiplié les rachats de titres longs sans inverser la tendance ; l’annonce de leur doublement, en août, a même été lue par une partie du marché comme un aveu

Taux à 10 ans



Source: Silex / Factset, 30/9/2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Marchés Obligataires

de faiblesse, déclenchant un court accès de « debasement trade », c'est-à-dire une fuite hors du dollar et des obligations vers l'or et le bitcoin.

En zone euro, la France a ajouté sa propre prime de risque : l'écart OAT-Bund à 10 ans est passé d'environ 63 pb fin juin à plus de 110 pb fin septembre, au plus haut depuis la crise des dettes souveraines de 2011-2012, alors que le gouvernement Lecornu doit faire adopter le budget 2027 à quelques mois de l'élection présidentielle.

Crédit : “Le portage résiste, la duration trinque”

Le crédit a traversé le trimestre sans accident, mais pas sans pertes. Tous les segments terminent dans le rouge, et la hiérarchie des performances dit la nature du choc : l'IG américain, plus sensible aux taux, perd 3,8% et son équivalent européen 2,6%, quand le haut rendement limite la casse (-1,8% des deux côtés de l'Atlantique). Ce sont les taux, et non le risque de défaut, qui ont fait les dégâts.

Les spreads sont restés proches de leurs plus bas historiques pendant l'essentiel de la période (IG américain : de 76 à 84 pb sur le trimestre) et la nervosité n'a gagné qu'en toute fin de trimestre, le spread du HY américain remontant à 308 pb, au plus haut depuis cinq mois.

Le fait marquant est ailleurs : le financement de l'IA s'invite sur le marché du crédit. Selon J.P. Morgan AM, les émissions obligataires des hyperscalers, ces géants du cloud qui construisent les centres de données, sont passées de 109 milliards de dollars en 2025 à 194 milliards sur le seul premier semestre 2026.

Le marché absorbe, mais à un prix croissant : les émetteurs liés à l'IA paient environ 115 pb au-dessus des Treasuries, contre 78 pb pour l'ensemble de l'IG.

Le portage reste un allié, avec des rendements d'environ 6% sur l'IG et 8% sur le HY américains, mais des spreads aussi serrés n'offrent guère de coussin face à une nouvelle hausse des taux ou à une indigestion d'offre. La sélectivité doit primer, en particulier sur les émetteurs les plus exposés au cycle d'investissement dans l'IA.

Marchés Actions

Actions : “Les bénéfices tiennent la barre malgré le roulis de l’IA”

Les marchés actions ont tenu, mais le trimestre a ébranlé la suprématie de l’IA. Le S&P 500 progresse de 2,3%, porté par des bénéfices attendus en hausse de 29% sur un an au troisième trimestre (contre 26,7% prévus fin juin) et par l’énergie, qui gagne près de 17% en Bourse. Le Nasdaq-100 ne prend que 0,6% et l’indice des semi-conducteurs (SOX) recule de 11%.

Le doute est né en juillet, quand Alphabet a porté ses investissements prévus pour 2026 jusqu’à 205 milliards de dollars : le marché s’est interrogé sur la rentabilité de dépenses qui pourraient approcher 1 000 milliards de dollars en 2027 pour les six plus grands acteurs, selon Moody’s, et sur leur financement.

Après une correction violente puis un rebond en août mené par les logiciels plutôt que par les puces, la flambée des taux a pris le relais en septembre, avec des financières en baisse de plus de 6% sur le mois et des petites capitalisations en net repli sur le trimestre (S&P SmallCap 600 : -7,7%).

Ailleurs, la géographie a souvent primé sur les secteurs. L’Europe termine quasiment à l’équilibre (Stoxx Europe 600 : -0,7%), avec un écart de près de six points entre le DAX (+0,8%) et le CAC 40 (-4,9%), pénalisé par le risque politique français. Au Japon, le TOPIX (+3,8%) a mieux résisté que le Nikkei, plus exposé aux semi-conducteurs.

Les émergents reculent (-2,8%), plombés par l’Inde (-4,4%) et surtout par la Chine continentale, où le MSCI China A chute de 14,3% : l’euphorie autour de l’IA chinoise est retombée, l’indice CSI des semi-conducteurs perdant près d’un tiers de sa valeur depuis juin.

Les actions chinoises cotées à l’étranger progressent pourtant de 3,6% (MSCI China), preuve que les deux marchés obéissent désormais à des logiques différentes. **Au total, les profits ont soutenu les marchés, mais ceux-ci pourraient redevenir plus sensibles au niveau des taux** : avec un 10 ans américain au-dessus de 5% et un S&P 500 valorisé autour de 20 fois les bénéfices attendus, la marge d’erreur n’est pas illimitée.

Devises

Devises : “Le dollar, beaucoup de bruit pour rien ?”

Sur le trimestre, le dollar n’a quasiment pas bougé (DXY : +0,3%), mais ce calme apparent cache un aller-retour. Juillet et août lui ont été défavorables, entre inflation en repli, emploi ralenti et, en août, un « debasement trade » nourri par les inquiétudes sur la dette américaine.

Septembre a inversé la tendance (+2,0%, meilleur mois depuis juin) : une Fed unanime et des « dot plots » durcis ont ramené le DXY au-dessus de 101, au sommet de la fourchette qu’il occupe depuis avril 2025.

L’euro a fait le chemin inverse, porté jusqu’à 1,16-1,17 en août par l’anticipation d’une seconde hausse de la BCE, puis retombé sous 1,14 (-0,7% sur le trimestre).

La livre termine stable (+0,1%), le plancher de 1,32 ayant tenu en fin de période. Les mouvements les plus nets sont venus des devises dont les banques centrales ont fait des choix opposés.

Le yen gagne 3,4% face au dollar, davantage grâce à l’intervention nippo-américaine de fin juillet qu’à la BoJ, dont chaque décision jugée trop timide a provoqué une rechute.

Le franc suisse a été, à l’inverse, le grand perdant (-3,4% face au dollar, -2,8% face à l’euro) : la BNS n’a pas bougé pendant que la BCE relevait ses taux, au grand soulagement d’une banque centrale qui n’en demandait pas tant.

Matières Premières

Pétrole : “Du mieux à Ormuz, mais le surplus attendra”

Le scénario d'un retour au surplus, que l'AIE avait réhabilité au printemps, n'a pas survécu à l'été. L'échec du cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran a de nouveau paralysé Ormuz en juillet, pendant que les Houthis menaçaient le détroit de Bab-el-Mandeb, par lequel passent désormais les quelque 7 Mb/j que l'Arabie saoudite exporte depuis sa côte ouest.

L'arrêt temporaire de l'oléoduc Est-Ouest saoudien a maintenu le Brent autour de 110 dollars à la mi-septembre, avant qu'il ne termine le trimestre près de 100 dollars (+39%). Le pire a été évité grâce au rétablissement progressif des flux : selon le Hormuz Strait Tracker, les transits à Ormuz dépassaient 9 Mb/j fin septembre, contre moins de 3 Mb/j fin juillet, soit près de la moitié du trafic normal.

Le véritable goulet d'étranglement se situe en aval, dans le raffinage. Entre les raffineries du Golfe hors service, les capacités russes amputées par les frappes ukrainiennes et une Chine qui sous-utilise volontairement ses installations, le diesel a terminé septembre près de 200 dollars le baril.

Pétrole et Produits raffinés (\$/baril)



Source: Silex / NBS, 30/9/2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Matières Premières

L'évocation par Washington d'une restriction des exportations de diesel a creusé l'écart Brent-WTI au-delà de 10 dollars, d'où la hausse plus modeste du WTI (+28% au comptant). À ces niveaux, la destruction de demande limite le potentiel d'une hausse durable au-delà de 100 dollars.

Pour l'Europe, la menace est d'abord gazière : le TTF a bondi de 20% en août, vers 70 euros le MWh, avec des stocks remplis à moins de 65% fin août, contre 87% en moyenne les trois années précédentes.

Métaux précieux : “L’or pris entre deux feux”

L’or gagne 3,7% sur le trimestre, un chiffre qui résume mal trois mois de tiraillements. Stable en juillet, il s’est envolé de près de 10% en août jusqu’aux abords de 4 700 dollars l’once, porté par le « debasement trade » qu’avait déclenché l’annonce du doublement des rachats de titres longs par le Trésor.

L’argent a brièvement retrouvé les 70 dollars. Septembre a sonné la fin de la récréation : la hausse de la Fed, la remontée des taux réels et le rebond du dollar ont fait reculer l’or de 6,3%, sous les 4 200 dollars. Le bitcoin, autre bénéficiaire de ce pari contre les monnaies, gagne plus de 42% sur le trimestre.

La leçon prolonge celle du trimestre précédent : à court terme, les taux réels gardent le dernier mot sur l’or. Les craintes de dépréciation monétaire peuvent provoquer des embardées spectaculaires, mais tant que la Fed resserre, elles peinent à s’installer dans la durée.

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