

Point sur les Marchés

Certainement exubérant, et peut-être même rationnel

Octobre 2025



Éditorial

Septembre a marqué un tournant alors que les marchés ont jonglé avec des récits opposés : une résilience des actions face à l'aggravation des tensions sur l'emploi ; et un assouplissement des banques centrales face à des inquiétudes budgétaires croissantes. Les actions mondiales ont atteint de nouveaux sommets historiques pour le cinquième mois consécutif, portées par l'optimisme ravivé autour de l'intelligence artificielle et des baisses de taux de la Fed. Des révisions préoccupantes de l'emploi ont révélé la plus forte correction à la baisse depuis des décennies.

Ce décalage entre l'exubérance des marchés et les fondamentaux économiques illustre un environnement complexe, où les hiérarchies traditionnelles de valeurs refuges sont bousculées et où la spéculation dans des sociétés technologiques non rentables interroge la soutenabilité.

Les perspectives pour le dernier trimestre 2025 restent nuancées. Bien que la constitution de stocks induite par les tarifs puisse peser sur la croissance à mesure que le mini-boom se transforme en phase d'ajustement, les soutiens budgétaires attendus en 2026, incluant des baisses d'impôts aux États-Unis et des plans ciblés en Allemagne, en Chine et au Japon, pourraient compenser. Les banques centrales disposent d'une marge significative pour assouplir davantage en cas de dégradation conjoncturelle ; toutefois, la trajectoire dépend de la capacité des gains de productivité liés à l'IA à compenser les chocs d'offre de travail liés à l'immigration et les pressions tarifaires.

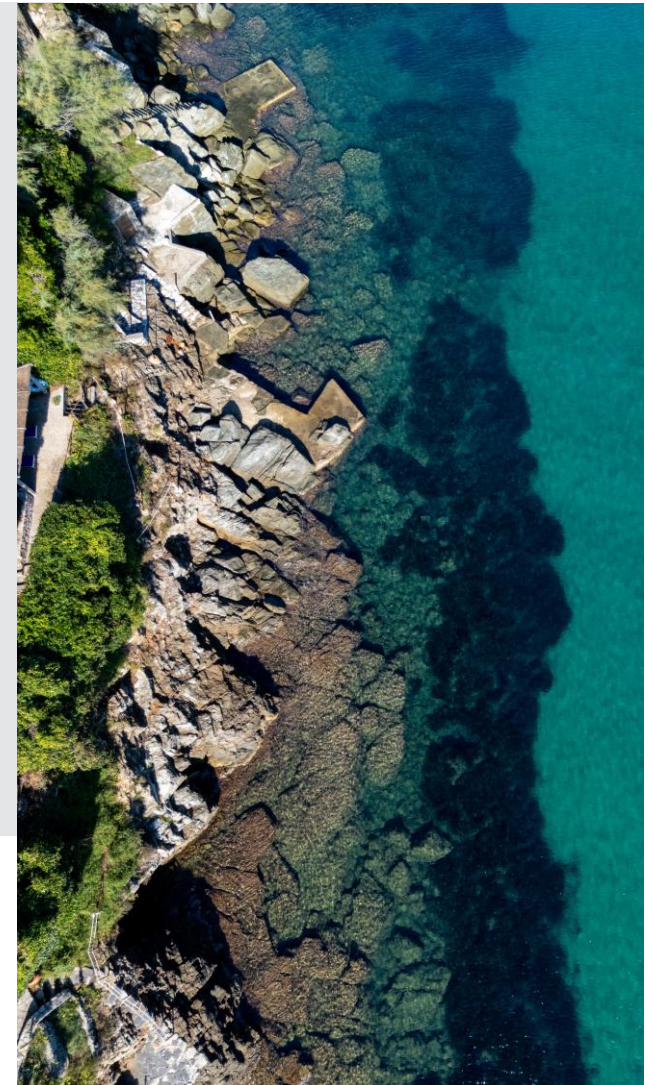
Bonne lecture, en espérant que ces mises à jour vous seront utiles.



Joan Bürgy
Investment Specialist



Jérôme Tobler, CIIA
Partner & Senior Financial Advisor



Marchés Globaux

Global	Last	YTD	MTD
MSCI World	4,306.7	17.9%	3.3%
MSCI ACWI	984.8	18.9%	3.7%
MSCI Emerging Markets	1,346.1	28.2%	7.2%

United States

Dow Jones Industrial	46,397.9	10.5%	2.0%
S&P 500	6,688.5	14.8%	3.6%
NASDAQ 100	24,680.0	18.1%	5.5%
Russell 2000	2,436.5	10.4%	3.1%

Europe

Euro STOXX 600	558.2	13.3%	1.5%
Euro STOXX 50	5,530.0	16.1%	3.4%
DAX	23,880.7	19.9%	-0.1%
CAC 40	7,895.9	10.3%	2.7%
FTSE 100	9,350.4	17.7%	1.8%
Swiss Market Index (SMI)	12,109.4	7.7%	-0.5%

Sectors (US)

Communication Services	26.8%	6.1%
Consumer Discretionary	5.0%	3.3%
Consumer Staples	4.1%	-1.5%
Energy	6.9%	-0.4%
Financials	12.8%	0.1%
Health Care	3.1%	1.7%
Industrials	20.4%	2.9%
Materials	12.2%	-1.3%
Real Estate	6.9%	0.5%
Technology	21.6%	7.0%
Utilities	16.6%	4.0%

Commodities & Metals	Last	YTD	MTD
Gold (XAU)	3,859.0	47.0%	11.9%
Silver (XAG)	46.6	61.4%	17.4%
Copper	485.7	20.6%	7.5%

Currencies (USD)

EUR	1.17	13.3%	0.4%
CHF	0.80	12.2%	0.5%
JPY	147.9	6.3%	-0.6%
BTC	114,641	22.3%	6.3%

Fixed Income

US Treasury	2,413	5.4%	0.8%
EUR Treasury	247	0.3%	0.5%
Global Aggregate	500	7.9%	0.7%
US Corporate	3,516	6.9%	1.5%
Global EM USD	1,354	8.5%	1.1%
Global High Yield	1,821	9.6%	0.7%

Interest Rates (US)

		Last month	End 2024
3 Months	3.93%	4.14%	4.31%
12 Months	3.61%	3.83%	4.14%
5 Year	3.74%	3.70%	4.38%
10 Year	4.15%	4.23%	4.57%

Price / Earnings Ratios

		End 2024	End 2023
S&P 500	27.83	26.52	22.87
Euro STOXX 50	17.01	14.23	12.61
Swiss Market Index (SMI)	18.33	18.09	18.07

Data at close of 30/09/2025

Indicateurs Macroéconomiques

Central Banks Targets Rates	Last	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025	Inflation (CPI - YoY)	Last	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025
United States	4.25%	4.25%	4.50%	4.50%	United States	2.90%	N/A	2.70%	2.40%
Eurozone	2.15%	2.15%	2.15%	2.65%	Eurozone	2.20%	2.20%	2.00%	2.20%
Switzerland	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	Switzerland	0.20%	0.20%	0.10%	0.30%
United Kingdom	4.00%	4.00%	4.25%	4.50%	United Kingdom	3.80%	N/A	3.60%	2.60%
Canada	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%	Canada	1.90%	N/A	1.90%	2.30%
Japan	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	Japan	2.70%	N/A	3.30%	3.60%
China (3M SHIBOR)	1.58%	1.58%	1.63%	1.92%	China	-0.40%	N/A	0.10%	-0.10%
Unemployment	Last	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025	Gross Domestic Product (YoY)	Last	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025
United States	4.30%	N/A	4.10%	4.20%	United States	2.10%	N/A	2.10%	2.00%
Eurozone	6.30%	N/A	6.30%	6.40%	Eurozone	1.40%	N/A	1.40%	1.40%
Switzerland	2.90%	N/A	2.90%	2.70%	Switzerland	1.20%	N/A	1.20%	1.80%
Canada	7.10%	N/A	6.90%	6.70%	Canada	0.90%	N/A	0.90%	1.80%
Japan	2.60%	N/A	2.50%	2.50%	Japan	4.70%	N/A	4.70%	5.10%
China	5.30%	N/A	5.00%	5.20%	China	5.20%	N/A	5.20%	5.40%
					India (Real GDP)	7.81%	N/A	7.81%	7.38%
Producer Price Index (PPI - YoY)	Last	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025	Purchasing Managers' Index	Last	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025
United States	1.90%	N/A	1.90%	0.80%	United States	49.1	49.1	49	49
European Union	0.10%	N/A	0.10%	0.30%	Eurozone	49.8	49.8	49.5	48.6
Switzerland	-1.80%	N/A	-0.70%	-0.10%	Switzerland	46.3	46.3	49.6	48.9
Canada	4.03%	N/A	1.88%	4.53%	Canada	47.7	47.7	45.6	46.3
Japan	2.70%	N/A	2.70%	4.30%	Japan	48.5	48.5	50.1	48.4
China	-2.90%	N/A	-3.60%	-2.50%	China	49.8	49.8	49.7	50.5
India	0.52%	N/A	-0.19%	2.25%	India	57.7	57.7	58.4	58.1
Core Inflation (Core CPI - YoY)	Last	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025	Consumer Spending (PCE - YoY)	Last	Q3 2025	Q2 2025	Q1 2025
United States	3.10%	N/A	2.90%	2.80%	United States	2.91%	N/A	2.81%	2.67%
Eurozone	2.30%	2.30%	2.30%	2.40%					
Switzerland	0.70%	0.70%	0.60%	0.90%					
Canada	2.40%	N/A	2.60%	2.40%					
Japan	1.60%	N/A	1.60%	1.60%					

Data as of 03/10/2025
N/A: Not yet reported or Public Holiday

Actualités macro – Septembre



- La Federal Reserve américaine a effectué sa première baisse de taux depuis décembre 2024, réduisant les fed funds de 0.25% à 4.00 - 4.25%. Son président Jerome Powell a qualifié ce geste de « gestion des risques », signalant un basculement du double mandat, de l'inflation vers la dégradation du marché du travail.
- En France, le gouvernement du Premier ministre François Bayrou a chuté le 8 septembre après un vote de défiance perdu 364-194, conséquence d'un budget d'austérité de 44 milliards visant à réduire le déficit.
- Le mois de septembre s'est achevé avec le premier « shutdown » (fermeture partielle des administrations fédérales) aux États-Unis depuis 2018-2019, qui a officiellement débuté le 1er octobre. Ce « shutdown » résulte de désaccords partisans irréconciliables sur le niveau des dépenses fédérales, ajoutant une nouvelle couche d'incertitude politique à un moment où les marchés étaient déjà confrontés à des questions sur l'indépendance de la Réserve fédérale, la détérioration du marché du travail et la trajectoire de la politique monétaire.

Le règne de l'or

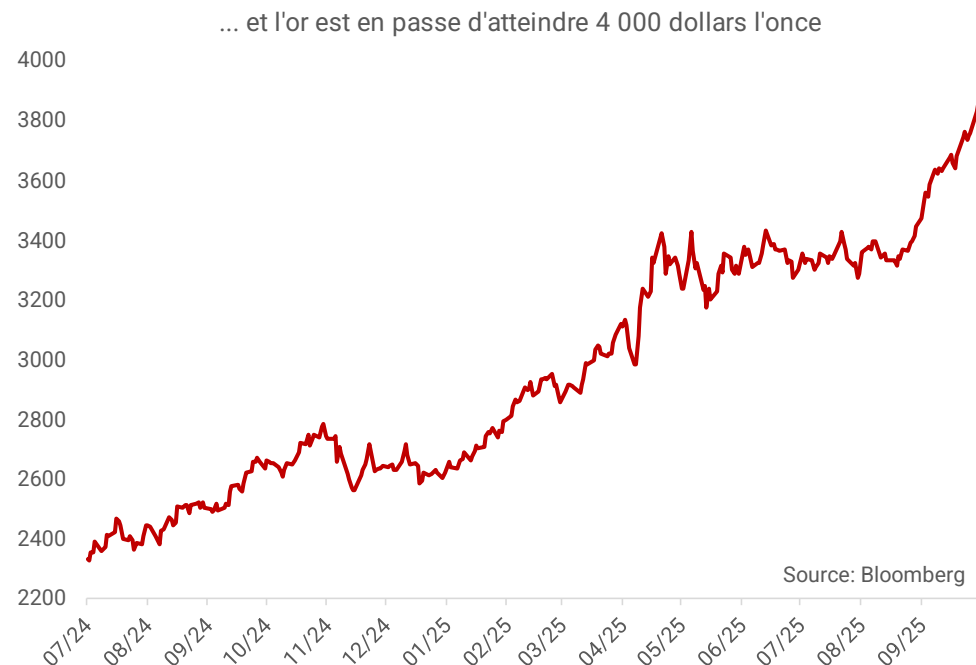
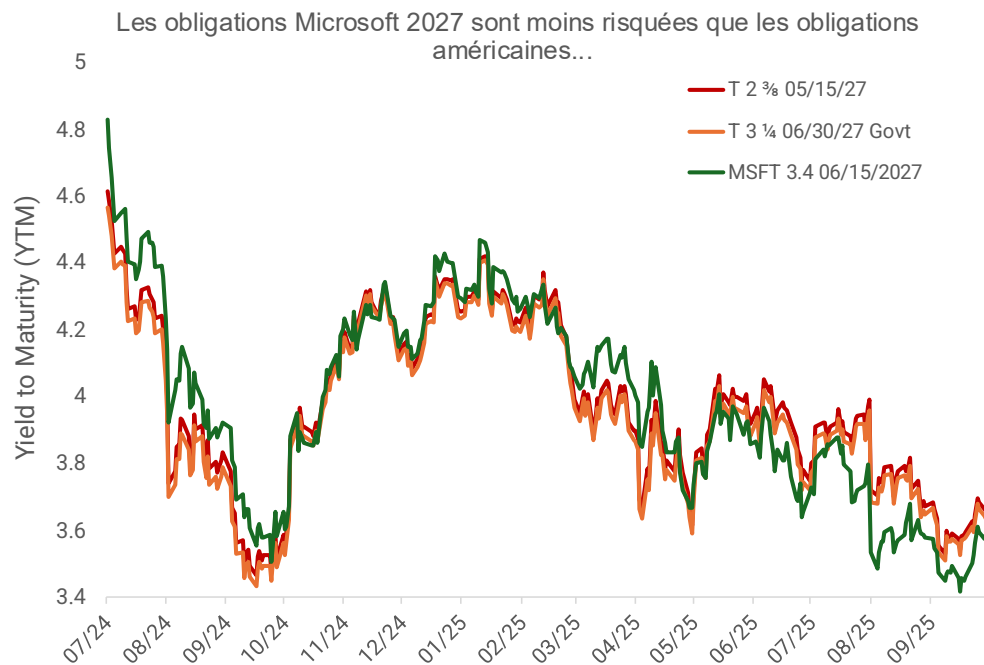
Un phénomène inhabituel s'est joué sur les obligations : les bonds Microsoft ont offert un rendement inférieur aux Treasuries de même maturité, renversant la logique traditionnelle.

Septembre a offert à l'or ce que beaucoup appellent sa plus belle heure depuis 2011, le métal précieux franchissant plusieurs seuils historiques pour finir le mois à 3 859 USD l'once, soit un gain de 47 % depuis le début de l'année.

Ce rallye est perçu comme un vote de défiance envers les ancrages fiscaux traditionnels, sous trois pressions convergentes : le volume énorme d'émissions du Trésor US (30 trillions USD de dette, soit 122 % du PIB), la solidité du bilan de Microsoft jugée supérieure à celle de l'État par une partie des investisseurs, et l'observation de spreads négatifs sur les swaps, indicateurs fiables de tension fiscale et de dysfonctionnement du marché.

Quand la pression fiscale augmente et l'inquiétude sur la soutenabilité de la dette se renforce, les investisseurs se tournent systématiquement vers l'or comme valeur refuge alternative. Les banques centrales ont été acheteuses agressives, les flux vers les ETF sont robustes, et le dollar plus faible a apporté des soutiens supplémentaires.

Le rallye de l'or ne relève pas de la spéculation, mais d'une reconnaissance que les refuges traditionnels ne sont plus aussi sûrs qu'autrefois.



Le moment de la **tech non rentable**

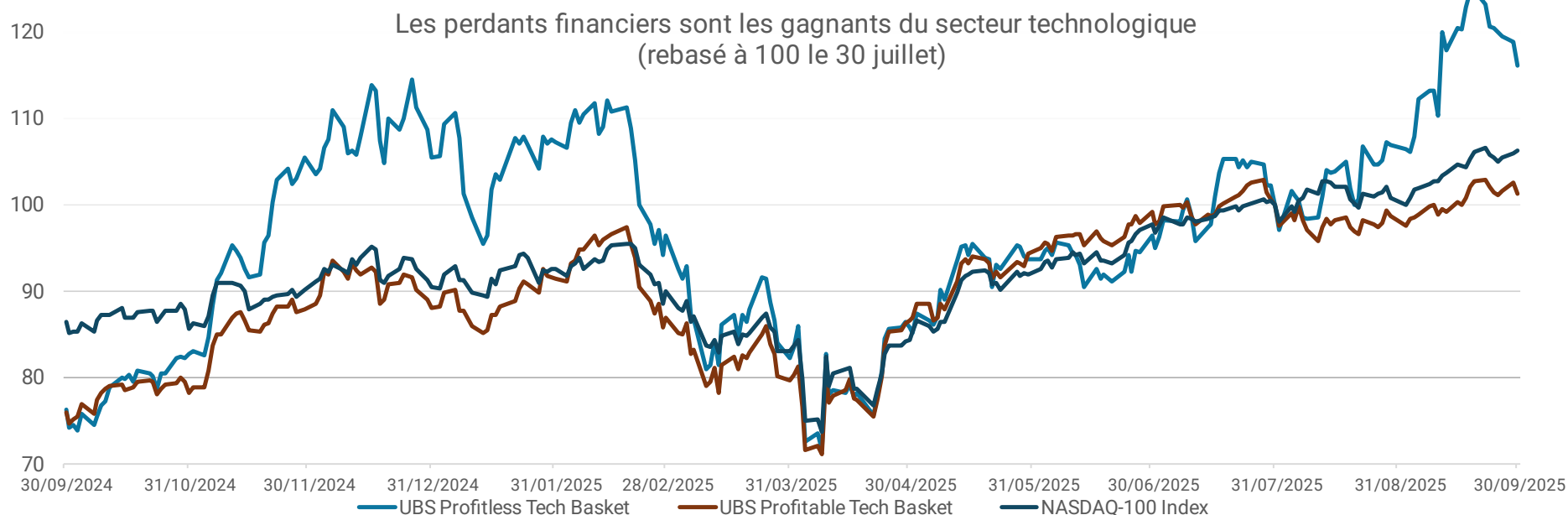
Le segment le plus risqué de la technologie a surperformé : les sociétés non rentables ont progressé de 16% depuis fin juillet, contre 1.2% pour les pairs rentables et 6.3% pour le Nasdaq 100.

Ce n'est pas nécessairement un territoire de bulle, bien que les parallèles soient troublants. Contrairement à l'ère dot-com, les entreprises technologiques non rentables d'aujourd'hui opèrent dans un monde où les « Magnificent 7 » ont déjà prouvé que la technologie peut générer des profits massifs et durables. Si l'IA était en quelque sorte exposée comme surévaluée, ces géants établis conserveraient probablement leur valeur ; un scénario fondamentalement différent des entreprises Internet qui se sont effondrées en 2001. Le rallye actuel ressemble plus à une exubérance rationnelle concernant une transformation technologique genuine qu'à de la pure spéculation.

Un risque majeur à surveiller est une déception ou surprise liée à l'IA (souvenez-vous de DeepSeek en février).

Si le sentiment autour de l'IA change radicalement, cela déclencherait probablement une volatilité importante du marché, mais l'impact serait asymétrique. Les fournisseurs d'infrastructure IA et les petites positions spéculatives souffriraient le plus, tandis que les leaders technologiques établis conserveraient probablement une valeur substantielle.

Contrairement aux entreprises Internet de la fin des années 1990, les grandes entreprises technologiques d'aujourd'hui génèrent des flux de trésorerie massifs, ont des positions de marché dominantes et possèdent un véritable pouvoir de bénéfices. Si l'IA était en quelque sorte jugée surévaluée, Microsoft, Google et Amazon ne s'effondreraient pas à zéro, un scénario très différent de Pets.com



Carrefour du marché du travail

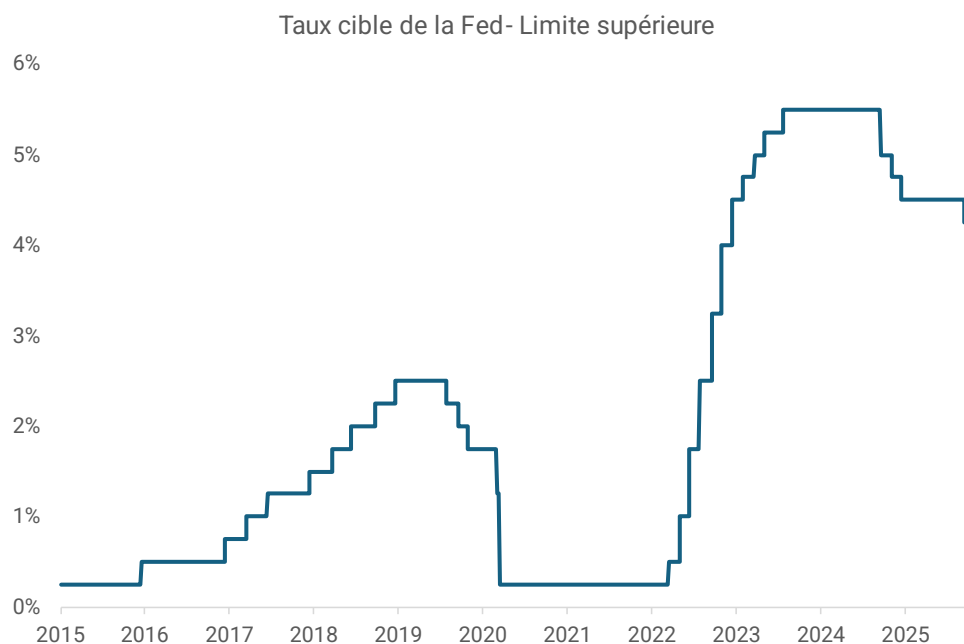
La Fed a initié un nouveau cycle de baisses de taux en septembre 2025 avec une baisse de 0.25% de « gestion du risque », ramenant le taux directeur à 4.00 - 4.25%.

Ce qui a retenu l'attention de tous, c'est le profil de risque croissant sur les marchés du travail américains, qui a finalement incité la Fed à abandonner son obsession exclusive pour les risques d'inflation induits par les droits de douane afin de rééquilibrer son double mandat. La situation de l'emploi sous-jacente aux chiffres principaux semble être considérablement plus faible qu'il n'y paraît.

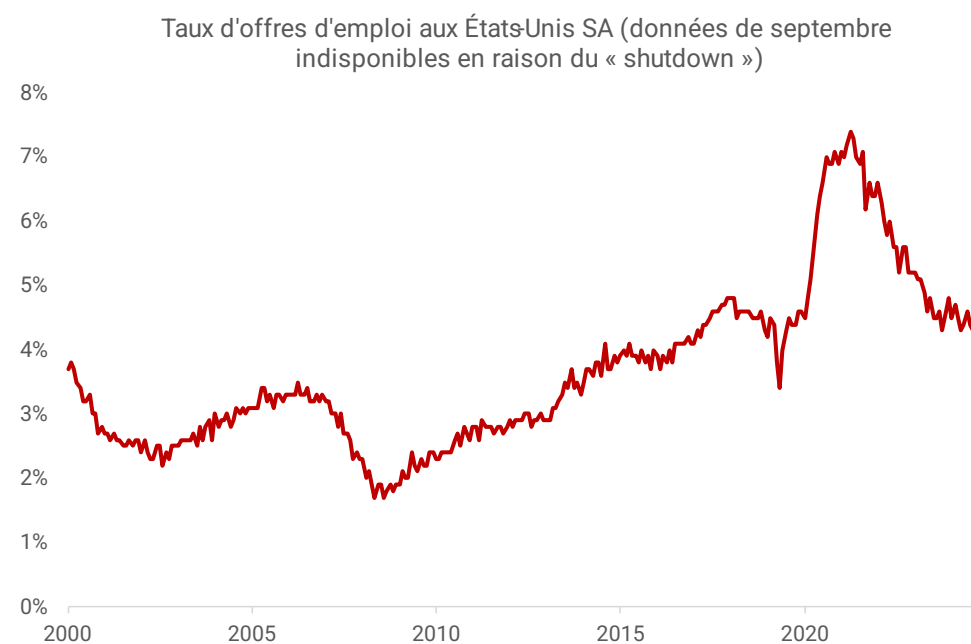
Les chiffres officiels racontent une histoire : un taux de chômage de 4,2 % en août, une augmentation moyenne de 75 000 emplois par mois depuis le début de l'année. Mais derrière cette façade se cache une réalité inquiétante, celle d'un

marché du travail sous pression. L'enquête BLS auprès des entreprises a probablement surestimé les créations d'emplois de 700 000 à 900 000 postes, et si l'on tient compte de cette surestimation probable et de la baisse attendue des effectifs dans le secteur public, on peut s'attendre à une perte mensuelle moyenne de 8 000 emplois depuis le début de l'année, ce qui ne s'est jamais produit en dehors d'une période de récession.

Compte tenu de ces développements, il est raisonnable de supposer que la Fed procédera à de nouvelles baisses plus tard dans l'année, les anticipations du marché tablant sur deux nouvelles réductions de 25 points de base cette année.

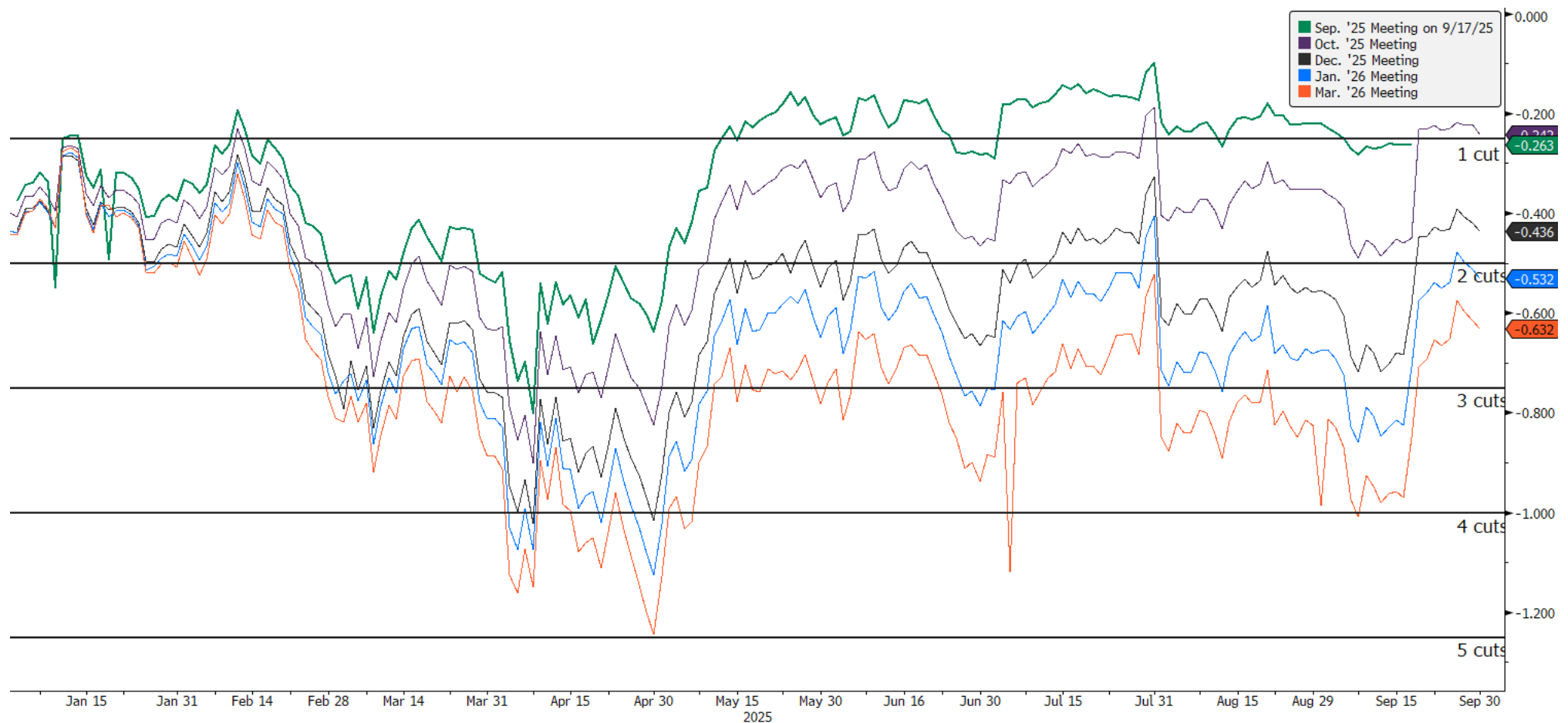


Source: Bloomberg



Attentes sur les **taux à court terme**

En septembre, la Fed a entamé un nouveau cycle de baisse des taux avec une réduction de 0.25% à des fins de « gestion des risques ». Compte tenu du tableau inquiétant du marché de l'emploi, il est raisonnable de supposer que la Fed procédera à de nouvelles baisses plus tard dans l'année. Les anticipations du marché tablent sur environ deux nouvelles baisses de 25 points de base cette année.



Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

Principaux thèmes d'investissement

- L'incertitude sur les taux d'intérêt et les pics de volatilité qui peuvent accompagner des publications décevantes sur les marchés, en plus de valorisations élevées, renforcent notre conviction que **la diversification est une stratégie essentielle**, d'autant plus importante que les incertitudes géopolitiques persistent, que ce soit en mer Rouge, au Moyen-Orient, en Ukraine ou à Taïwan.
- L'objectif d'inflation pourrait bien devenir le plancher de ce nouveau cycle économique, l'inflation de base devant rester supérieure à l'objectif de 2% d'ici à la fin de 2025, mais sa trajectoire reste très incertaine car elle pourrait être ravivée par la guerre tarifaire en cours.
- Nous recommandons de se concentrer sur les **titres de qualité** présentant des bilans solides et une vision à long terme.
- **Du côté des revenus fixes**, les obligations d'entreprise sont confrontées à des coûts d'intérêt plus élevés dans l'ensemble, et potentiellement à des difficultés de refinancement dans le segment à haut rendement. À ce stade du cycle, **nous préférons les entreprises mieux notées** aux émetteurs à haut rendement.
- Dans l'environnement actuel des taux d'intérêt et dans le cadre de la dynamique politique plus large des banques centrales des marchés développés, notre approche reste centrée sur les stratégies de portage via les obligations. Nous maintenons donc **une sous-pondération de la classe alternative**, capitalisant sur la stabilité et les rendements prévisibles offerts par les instruments obligataires. Cependant, nous restons attentifs aux opportunités offertes par les investissements alternatifs, avec leur potentiel de rendements décorrélés des marchés traditionnels.



Allocation d'actifs

	Underweight	Neutral	Overweight
Asset classes		Cash	
			Fixed Income
		Equities	
	Alternative		
Fixed Income			Investment Grade
		High Yield	
		Sovereign	
	Inflation Linked		
Equities		Emerging Markets	
		Switzerland	
		United States	
			Eurozone
		United Kingdom	
		China	
		Japan	
		Emerging Markets	
Sectors		Information Technology	
		Healthcare	
		Financials	
		Consumer Discretionary	
		Industrials	
		Consumer Staples	
		Communication Services	
		Energy	
		Materials	
		Utilities	
	Real Estate		

Allocation aux titres à revenu fixe

Notre sélection se concentre sur les émetteurs de la plus haute qualité offrant des rendements ajustés au risque attrayants.

Actions

Les différents scénarios nous conduisent à une approche plus neutre des actions, où la diversification sectorielle et régionale est plus importante que jamais. Nous gardons une position plus neutre sur les Etats-Unis suite aux turbulences provoquées par la nouvelle administration.

Investissements alternatifs

Dans le contexte actuel des taux d'intérêt, notre approche reste axée sur les stratégies de portage par le biais d'obligations. Nous maintenons donc une sous-pondération des investissements alternatifs, en capitalisant sur la stabilité et les rendements prévisibles offerts par les instruments obligataires. Néanmoins, nous restons attentifs aux opportunités offertes par les actifs alternatifs, compte tenu de leur potentiel de rendement décorrélé des marchés traditionnels.

Contact

UNE APPROCHE DIFFÉRENTE DE LA GESTION DE PATRIMOINE



Wealth Management
Family Office
Wealth Planning



Route des Acacias 54
1227 Carouge

Geneva, Switzerland
+41 22 318 58 80

Mentions légales

Cette publication constitue du matériel de marketing et n'est pas le résultat d'une recherche financière indépendante. Par conséquent, les exigences légales concernant l'indépendance de la recherche financière ne s'appliquent pas. Les informations et les opinions exprimées dans cette publication ont été produites par Telomere Capital SA à la date de rédaction et peuvent être modifiées sans préavis. Cette publication est destinée à des fins d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une invitation par, ou au nom de, Telomere Capital à faire des investissements. Les opinions et commentaires des auteurs reflètent leur point de vue actuel, mais pas nécessairement celui d'autres entités ou de toute autre tierce partie. Les services et/ou produits mentionnés dans cette publication peuvent ne pas convenir à tous les destinataires et ne pas être disponibles dans tous les pays. Les clients de Telomere Capital sont priés de prendre contact avec l'entité locale de Telomere Capital afin d'être informés des services et/ou produits disponibles dans le pays concerné. Cette publication a été préparée sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur particulier. Avant de s'engager dans une quelconque transaction, les investisseurs doivent s'interroger sur l'adéquation de la transaction à leur situation et à leurs objectifs personnels. Toute décision d'investissement, de négociation ou autre ne doit être prise par le client qu'après une lecture approfondie de la fiche produit, de l'accord de souscription, de la note d'information, du prospectus ou de tout autre document d'offre relatif à l'émission de titres ou d'autres instruments financiers. Rien dans cette publication ne constitue un conseil d'investissement, juridique, comptable ou fiscal, ni une déclaration selon laquelle un investissement ou une stratégie est adapté ou approprié à des circonstances particulières, ni ne constitue une recommandation personnelle pour un investisseur spécifique. Telomere Capital recommande aux investisseurs d'évaluer de manière indépendante, avec un conseiller professionnel, les risques financiers spécifiques ainsi que les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les prévisions de performance ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. L'investisseur peut ne pas récupérer le montant investi. Bien que les informations et les données contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables, aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude ou à l'exhaustivité de ces informations. Telomere Capital SA, ses filiales et sociétés affiliées n'acceptent aucune responsabilité pour toute perte résultant de l'utilisation de cette publication. Cette publication ne peut être distribuée que dans les pays où sa distribution est légalement autorisée. Ces informations ne sont pas destinées à des personnes relevant d'une juridiction où (en raison de la nationalité, de la résidence ou autre de ces personnes) de telles publications sont interdites. Ce document peut contenir des informations obtenues auprès de tiers, y compris des notations d'agences de notation telles que Standard & Poor's, Moody's, Fitch et d'autres agences de notation similaires. La reproduction et la distribution du contenu de tiers sous quelque forme que ce soit sont interdites, sauf autorisation écrite préalable du tiers concerné. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables des erreurs ou omissions (par négligence ou autre), quelle qu'en soit la cause, ni des résultats obtenus par l'utilisation de ce contenu. Les fournisseurs de contenu tiers ne donnent aucune garantie expresse ou implicite, y compris, mais sans s'y limiter, toute garantie de qualité marchande ou d'adéquation à un usage ou un but particulier. Les fournisseurs de contenu tiers ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, des coûts, des dépenses, des frais de justice ou des pertes (y compris les pertes de revenus ou de bénéfices et les coûts d'opportunité) liés à l'utilisation de leur contenu, y compris les notations. Les notations de crédit sont des déclarations d'opinion et non des déclarations de fait ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne traitent pas de la valeur de marché des titres ou de l'adéquation des titres à des fins d'investissement, et ne doivent pas être considérées comme des conseils en matière d'investissement.