



Swinvest

COMMENTAIRE

MENSUEL

Août 2025

REVUE DES MARCHÉS

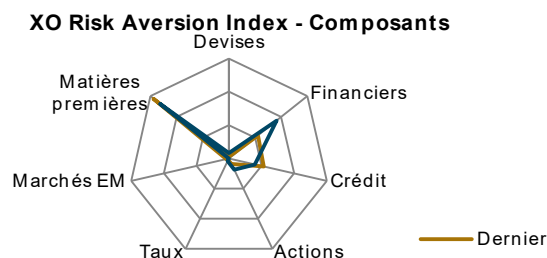
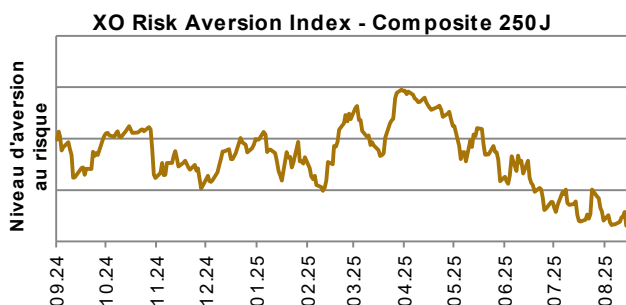
Et à la fin c'est toujours Trump qui décide !

Le président de la FED laisse désormais la porte ouverte à une baisse de taux d'intérêts. Le président Trump pourra, indépendamment des vraies raisons, crier victoire suite à la pression qu'il avait fait peser et ainsi à terme fanfaronner : « à la fin c'est toujours Donald Trump qui décide ! » Il suffit pour cela d'attendre suffisamment longtemps. Une décision qui a catapulté les marchés à la hausse. Les marchés émergents, Chine en tête, qui guident le mouvement. Le choix du style (petit vs grand, Value vs Growth) n'est pas important cette année, c'est la sélection sectorielle qui crée la différence.

Les taux d'intérêts restent confinés dans un intervalle relativement restreint depuis le début de l'année, conduisant à des performances obligataires relativement pauvres. L'immobilier suisse affiche de belles performances dans un contexte de taux très faibles. L'USD est sous pression dans l'anticipation de baisse de taux, ce qui permet à l'or et aux métaux précieux de poursuivre leur belle année.

L'indicateur de risque reste faible au mois d'août ainsi que pour tous les sous-indices, à l'exception des matières premières.

	Valeur	août	2025
Marchés actions			
Suisse (SMI)	12 188	2.97%	5.06%
Etats-Unis (S&P500)	6 460	1.91%	9.84%
Europe (Euro Stoxx 50)	13 007	0.64%	11.59%
Japon (Nikkei)	42 718	4.01%	7.08%
Chine (Shanghai SE)	3 858	7.97%	15.10%
Marchés mondiaux (MSCI World)		2.61%	13.78%
Marchés émergent (MSCI EM)		1.28%	19.02%
Secteurs			
Consommation (discrétionnaire)		4.06%	3.92%
Energie		3.52%	9.04%
Finance		3.55%	19.86%
Santé		5.02%	1.75%
Technologie		0.38%	13.03%
Facteurs			
MSCI Small Caps		4.67%	12.98%
MSCI Large Caps		2.33%	12.92%
MSCI Value		3.08%	13.21%
MSCI Growth		1.72%	12.99%
Volatilité		15.36%	
Marchés de taux			
			Δ
Immobilier suisse (coté)		2.61%	6.15%
Obligations suisses		0.32%	0.12%
Obligations monde		0.19%	0.32%
Tx suisse à 10 ans		0.31%	-0.02%
Tx suisse à 2 ans		-0.10%	-0.15%
Tx US à 10 ans		4.23%	-0.34%
Tx US à 2 ans		3.62%	-0.62%
Monnaies			
USD/CHF	0.801	-1.46%	-11.82%
EUR/CHF	0.936	0.80%	-0.43%
GBP/CHF	1.081	0.63%	-4.87%
EUR/USD	1.169	2.30%	12.92%
JPY/USD	147.050	-2.42%	-6.56%
Alternatif			
Matières premières		-0.20%	5.41%
Pétrole	64	-7.58%	-10.75%
Or	3 448	4.64%	31.38%
Bitcoin	108 417	-8.52%	15.39%
Ethereum	4 452	17.03%	32.58%

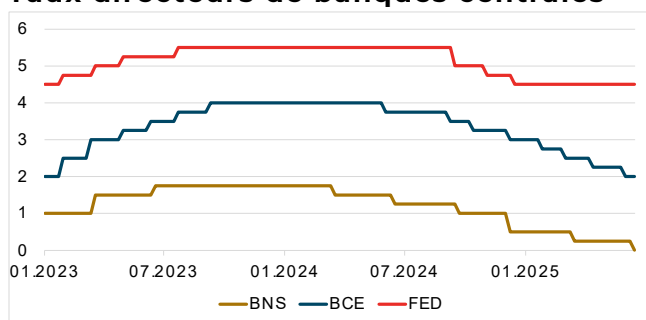


REVUE ÉCONOMIQUE

La FED met le clignotant

Le pivot de la politique monétaire mise en place par la FED semble proche. Lors de son discours, très attendu, de Jackson Hole, Jérôme Powell a ouvert la porte à une baisse de taux d'intérêts si les risques sur le marché du travail se confirmaient. Cette modification de taux d'intérêts est au centre des tensions persistantes avec le président Trump. Une modification de politique monétaire aux Etats-Unis qui aura évidemment des implications sur les politiques d'autres zones monétaires.

Taux directeurs de banques centrales



Source : Bloomberg, XO Investments SA.

Le président de la FED reste néanmoins prudent face aux incertitudes liées à l'inflation, en particulier suite à la hausse importante des prix à la production en juillet (+3.3%). Une inflation qui est largement sous le contrôle de la politique douanière du président Trump avec l'entrée en vigueur des droits de douane et la réduction des stocks constitués par les entreprises pour s'adapter temporairement. La croissance aux Etats-Unis est solide et rebondit à +3% au

deuxième trimestre 2025, au-dessus des attentes des analystes. Les créations d'emplois sont à l'inverse décevantes avec 73'000 emplois créés contre 104'000 attendus en juillet. Le choc le plus important a été la révision des données précédentes réduisant les créations d'emplois de mai et juin à 0. Cette révision a conduit au limogeage de la responsable des statistiques du bureau du travail américain.

En Europe les indices manufacturiers sont en progression malgré les droits de douane américains, faisant espérer un rebond de croissance après un premier trimestre négatif à -0.6%. La Suisse étant beaucoup plus impactée par les droits de douane fixés à 39%, l'inquiétude est de mise après une croissance de +0.1% au deuxième trimestre 2025. L'inflation reste stable en Europe à 2%, elle remonte à 0.2% en Suisse... Le gouvernement suisse qui prévoit différentes aides pour soutenir les entreprises.

La Chine a ralenti dans tous les secteurs en juillet avec des résultats décevants pour l'industrie manufacturière ou les ventes au détail. La croissance s'établit à +5.3% au premier semestre 2025. La politique budgétaire s'annonce plus proactive et la politique monétaire modérément accommodante, avec des baisses de taux et de réserves obligatoires pour stimuler la demande. Toutefois, les tensions commerciales avec les Etats-Unis et la faiblesse de la demande mondiale continuent de peser sur les perspectives à moyen terme.

	Etats-Unis			EuroZone			Suisse		
Prix et taux	Dernier	Δ 2025		Dernier	Δ 2025		Dernier	Δ 2025	
IPC	3.10%	-0.10%	□	2.00%	-0.40%	□	0.20%	-0.40%	□
Taux directeur banque centrale	4.50%	0.00%		2.00%	-1.00%	□	0.00%	-0.50%	□
Tx à 10 ans	4.23%	-0.34%		2.72%	0.36%		0.31%	-0.02%	
Tx à 2 ans	3.62%	-0.62%		1.94%	-0.14%		-0.10%	-0.15%	
Croissance et indicateurs									
PIB	2.10%	✓	-0.40%	0.10%	✓	-0.20%	1.20%	✓	-0.40%
Croissance estimée	2.22%	✓		1.42%	✓		2.02%	✓	
Richmond (0)	-7	✗	3						
PMI (/50)	55.4	✓	0.0	51.1	✓	1.5	48.8	✗	1.8
Philadelphia (/0)	-0.3	✗	10.6						
Emploi									
Chômage	4.20%		0.10%	6.20%		-0.03%	2.90%		0.30%
Taux de participation	62.20%		-0.3						
Etat (%PIB)									
Budget	-6.33%		0.59%	-3.02%		0.04%	0.36%		0.00%
Balance courante	-4.59%		-0.60%	2.39%		-0.23%	6.23%		1.17%
Dette	121.53%			87.40%			33.32%		

L'OR AU CŒUR DU JEU MONÉTAIRE

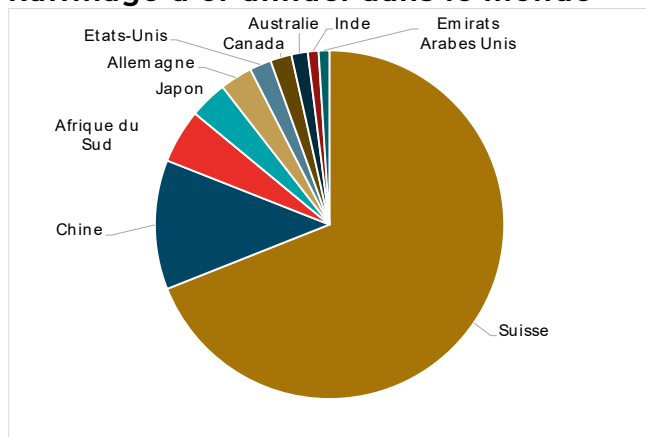
Les droits de douane appliqués puis supprimés à la Suisse sur la livraison de lingots d'or met en lumière le rôle croissant du métal jaune dans la géopolitique mondiale et dans la politique des banques centrales.

La Suisse : centre névralgique du raffinage

La Suisse figure parmi les pays les plus mal lotis dans le cadre des droits de douane appliqués par l'administration Trump avec des tarifs de 39%. 39% qui correspondent aux 39 milliards de déficit de la balance commerciale des biens entre les Etats-Unis et la Suisse. 39 milliards qui sont en grande partie le fait des exportations d'or raffiné en Suisse. Alors que les tarifs douaniers s'appliquaient initialement aussi sur les lingots de 1kg, le président Trump s'est rapidement ravisé en exonérant finalement toutes les exportations d'or pourtant à l'origine du déficit américain...

Le revirement de situation concernant l'or n'est que la conséquence de la position dominante de la Suisse dans le raffinage. C'est en effet 70% du raffinage mondial qui est réalisé dans le pays, on comprend aisément en cas d'application de tels contraintes la difficulté pour les Etats-Unis à se fournir en métaux précieux.

Raffinage d'or annuel dans le monde



Source : or.ch, swissgoldshop, XO Investments

La Suisse détient cette position hégémonique en raison de nombreux facteurs. Elle abrite en particulier 4 des plus grandes raffineries au monde. Des raffineries qui sont réputées pour leurs technologies de pointe, leur capacité à produire de l'or ultra pur, leur conformité aux normes LBMA Good Delivery ou la traçabilité de l'or. En plus de ces éléments techniques la neutralité du pays, sa position géographique stratégique, sa discrétion bancaire et son expertise historique en font naturellement un partenaire de choix pour une activité...

géopolitique et monétaire stratégique.

Capacité des principales raffineries

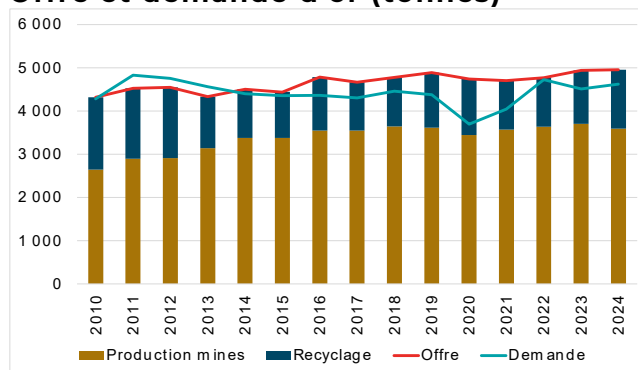
Nom	Pays	Capacité (t)
Valcambi	Suisse	2000
Metalor	Suisse	800
PAMP	Suisse	600
Rand Refinery	Afrique du Sud	600
Tanaka	Japon	500
Heraeus	Allemagne	400
Argor	Suisse	400
Asahi	Canada	400
Royal Canadian	Canada	400
The perth Mint	Australie	300

Source : BulluinStar Seasia Consulting, XO Investments

Les banques centrales : premier vecteur de croissance

L'offre d'or s'élève à 5'000 tonnes par an et se décompose en une production minière pour 3'600 tonnes et le recyclage pour 1'400 tonnes par an. L'offre est en légère augmentation depuis 15 ans avec une partie recyclage relativement stable sur la période.

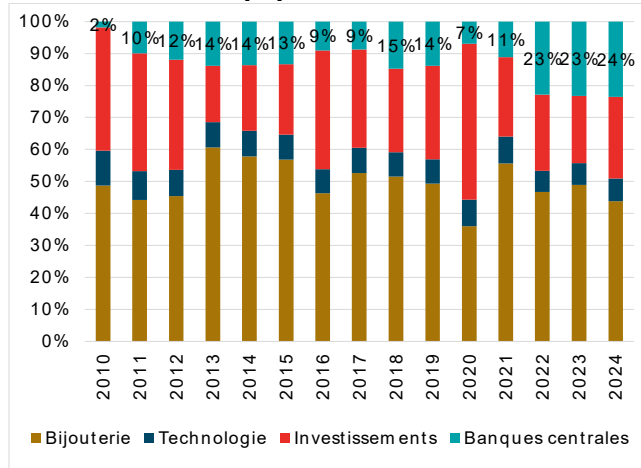
Offre et demande d'or (tonnes)



Source : World Gold Council, XO Investments

La demande d'or est quant à elle légèrement inférieure à l'offre depuis 10 ans. 4 grands secteurs sont à l'origine de cette demande : la bijouterie (45%), la technologie (5%), l'investissement (26%) et les banques centrales (24%). C'est cette dernière qui a le plus progressé depuis 2010. La demande des banques centrales représente plus que l'augmentation de l'offre sur la période. Les banques centrales ont donc plus que capté la croissance de la production d'or depuis 2010.

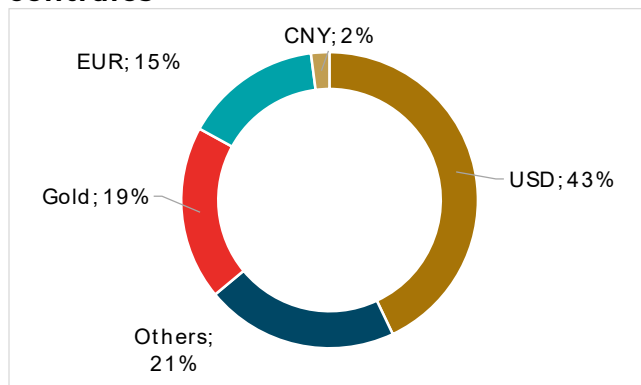
Demande d'or (%)



Source : World Gold Council, XO Investments

Les banques centrales détiennent en moyenne 19% d'or dans leur bilan, deuxième monnaie la plus importante après l'USD.

Composition des réserves des banques centrales



Source : Central Bank Gold Reserve Survey 2025, XO Investments

Néanmoins les proportions sont très largement différentes d'un pays à l'autre. Les Etats-Unis restent le premier détenteur d'or même si un audit des réserves, non auditées depuis 1954, promis par E. Musk, n'a pas encore été réalisé. Les pays européens suivent (Italie, France, Suisse) ainsi que les grands acteurs de ce monde : Russie, Chine, Inde et Japon.

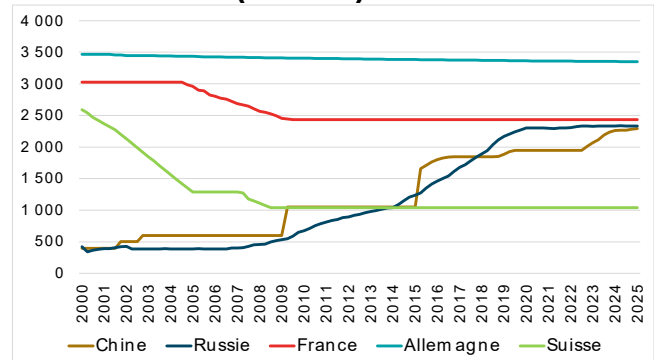
Réserves d'or des banques centrales

	Tonnes	% des reserves
USA	8 133.5	77.8%
Allemagne	3 350.3	77.5%
FMI	2 814.0	
Italie	2 451.8	74.2%
France	2 437.0	75.0%
Russie	2 329.6	36.3%
Chine	2 298.5	6.7%
Suisse	1 039.9	11.2%
Inde	880.0	13.1%
Japon	846.0	6.8%

Source : FINMA, XO Investments

Les évolutions de détentions de la part des banques centrales sont le reflet des dynamiques géopolitiques. Ainsi depuis 25 ans la Russie et la Chine achètent massivement de l'or, soit près de 2000 tonnes. Alors que la Russie a accéléré ses achats avec le début de la crise ukrainienne en 2014, la Chine procède par palier. Les 3 dernières années sont marquées par des achats continus chaque mois. De l'autre côté de l'échiquier, la France ou la Suisse ont vendu de l'or au début des années 2000.

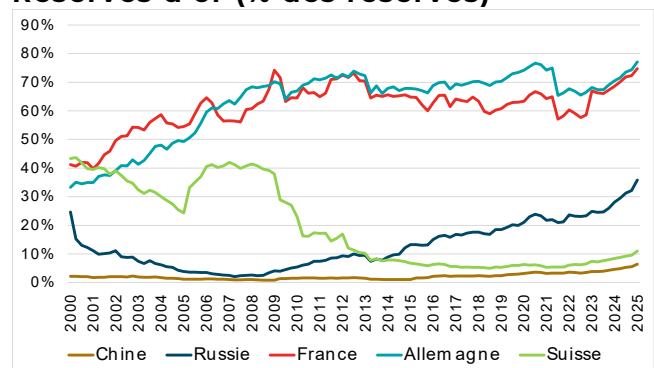
Réserves d'or (tonnes)



Source : World Gold Council, XO Investments

Ainsi le pourcentage des réserves affectées à l'or est en large progression en Russie et en Chine, même s'il reste pour cette dernière une grande discrédance par rapport aux pays européens. On peine à imaginer les achats massifs nécessaires pour arriver à un pourcentage de détention similaire...

Réserves d'or (% des réserves)



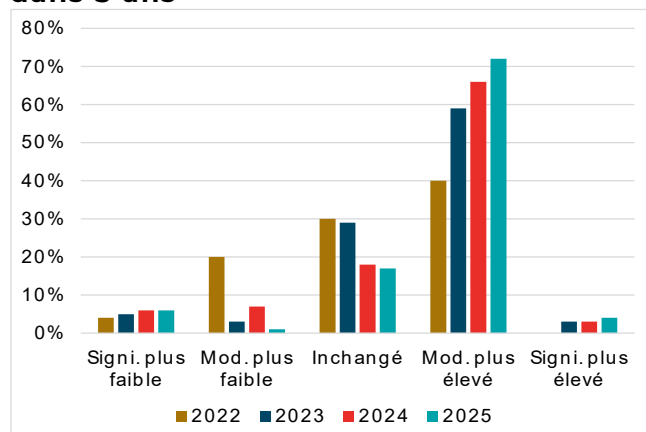
Source : World Gold Council, XO Investments

Achats d'or en perspective

Le World Gold Council effectue chaque année une étude auprès des banquiers centraux (73 répondants en 2025). Cette étude met de nombreux phénomènes en lumière, en particulier la place de l'or dans les réserves estimées dans les cinq prochaines années. Trois quarts des répondants en 2025 estiment que l'or verra sa proportion progresser dans les prochaines cinq années. Un sentiment qui ne

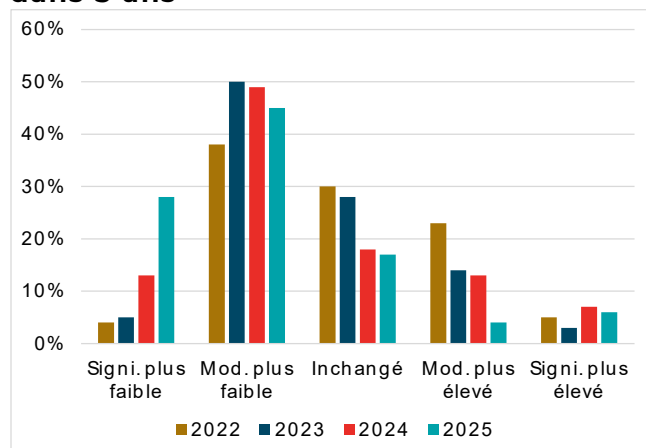
fait que s'accroître d'année en année.

Proportion d'or dans les réserves estimées par les banquiers centraux dans 5 ans



Source : Central Bank Gold Reserve Survey 2025, XO Investments

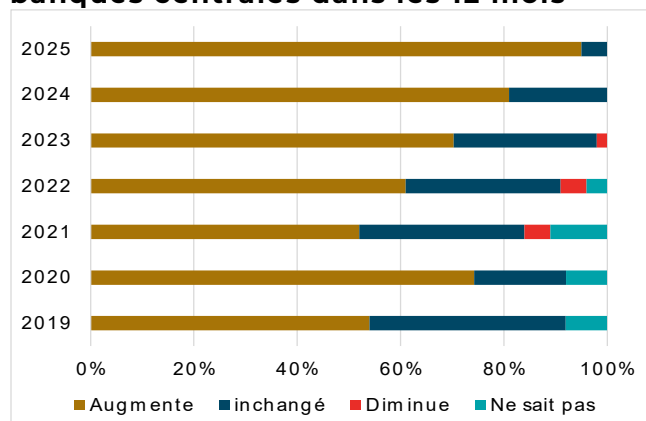
Proportion d'USD dans les réserves estimées par les banquiers centraux dans 5 ans



Source : Central Bank Gold Reserve Survey 2025, XO Investments

A l'inverse les banquiers centraux estiment que l'USD va se réduire proportionnellement dans les bilans de banques centrales, une réponse donnée elle aussi à près de 75%.

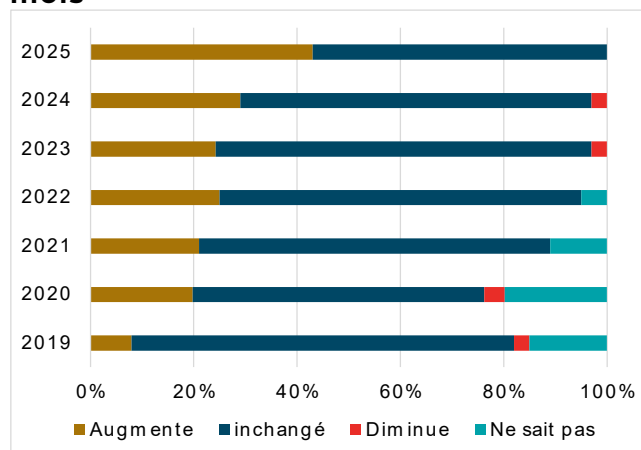
Comment les banquiers centraux anticipent les réserves en or des banques centrales dans les 12 mois



Source : Central Bank Gold Reserve Survey 2025, XO Investments

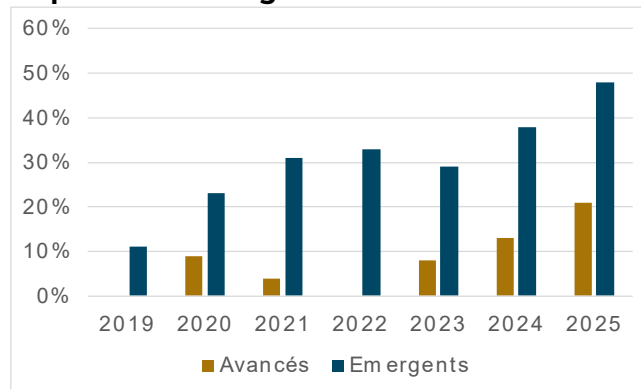
Dans les 12 prochains mois, 95% des répondants estiment que les réserves en or vont augmenter dans les bilans et 43% d'entre elles anticipent une hausse dans leur propre bilan de banque centrale. C'est donc un signal majeur de comportement des banques centrales. Et ce sont principalement les banques centrales des pays émergents qui vont dans cette direction, confirmant ainsi les achats massifs de la Russie ou de la Chine.

Comment les banquiers centraux anticipent leur réserve en or dans les 12 mois



Source : Central Bank Gold Reserve Survey 2025, XO Investments

Répondant « augmente »



Source : Central Bank Gold Reserve Survey 2025, XO Investments

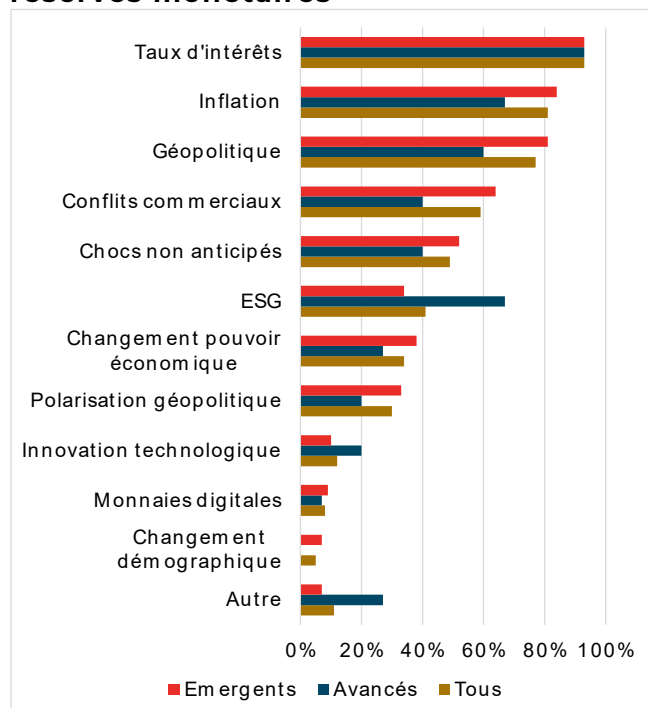
La géopolitique en action

La gestion du bilan d'une banque centrale répond à de nombreux objectifs. Les trois principaux sujets d'intérêts issus de l'étude annuelle sur les réserves des banques centrales sont la gestion des taux d'intérêts, la gestion de l'inflation et la géopolitique. Les sujets pertinents dans l'esprit des banquiers centraux diffèrent néanmoins entre banques centrales de pays occidentaux et banques centrales de pays émergents.

Ainsi l'ESG (Environnement Social Gouvernance) est une préoccupation occidentale et non

émergente. A l'inverse les banques centrales des pays émergents attribuent plus de poids dans leur décision à des sujets comme les conflits commerciaux, le changement de pouvoir économique, la géopolitique ou la polarisation géopolitique. Le monde se fragmente peu à peu en deux camps.

Sujets pertinents dans la gestion des réserves monétaires



Source : Central Bank Gold Reserve Survey 2025, XO Investments

Des comportements et des perspectives qui ont conduit les banques centrales à devenir au cours des dernières années un acteur majeur du marché aurifère, comme elles l'étaient évidemment à l'époque de l'étalon-or ou de l'étalon de change-or. Les banques centrales des pays émergents se désalignent progressivement des banques centrales des pays occidentaux pour des raisons géopolitiques. La dédollarisation et les risques géopolitiques (sanction sur la banque centrale russe avec la guerre en Ukraine) conduisent à un monde multipolaire où l'or devient, ou redevient, un instrument de gestion majeur. A n'en pas douter le mouvement de l'or de ces dernières années ne correspond pas à un feu de paille.

« L'or est le souverain des souverains ». Antoine de Rivarol.