

REVUE DES MARCHÉS

Le soleil se lève sur le Japon

L'élection de Sanae Takaichi à la tête du parti libéral-démocrate nippon et sa probable futur nomination au poste de première ministre du pays lèvent un vent d'optimisme sur le Japon. Son programme de soutien au pouvoir d'achat et d'investissement dans les secteurs critiques propulse l'indice des actions japonaise à son plus haut historique et comme meilleur marché occidental de 2025.

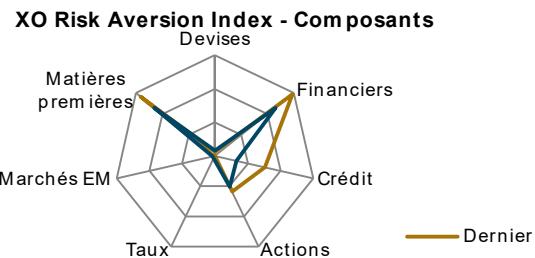
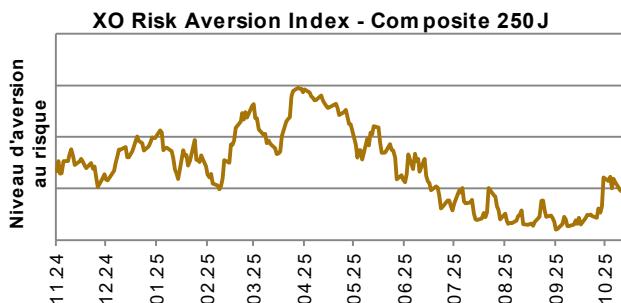
Les valeurs technologiques ont particulièrement apprécié cette nouvelle avec un secteur qui, après un début d'année difficile, est le meilleur de l'année. Les actions suisses restent à la traîne, sous pression des droits de douane US, mais bénéficient d'un regain de vigueur de Nestlé après l'annonce de licenciement massif de cadres.

Les taux d'intérêts à long terme restent stables. Les marchés obligataires affichent de maigres performances positives depuis le début de l'année. Seul actif de taux proposant une année positive : l'immobilier suisse. La fin de la « valeur locative » par votation en septembre, ne semble pas affecter ce mouvement dans l'immédiat.

Les métaux précieux présentent une volatilité élevée sur le mois. Après des hausses exponentielles, l'or et l'argent ont fortement décroché en milieu de mois marquant des prises de profits des investisseurs. Le pétrole est en baisse de plus de 10% sur l'année.

L'indicateur de risque remonte en zone neutre. Les sous indices actions et crédit progressent.

	Valeur	octobre	2025
Marchés actions			
Suisse (SMI)	12 235	1.03%	5.46%
Etats-Unis (S&P500)	6 840	2.27%	16.30%
Europe (Euro Stoxx 50)	13 785	2.50%	18.26%
Japon (Nikkei)	52 411	16.64%	31.37%
Chine (Shanghai SE)	3 955	1.85%	17.99%
Marchés mondiaux (MSCI World)		2.00%	19.78%
Marchés émergent (MSCI EM)		4.18%	32.86%
Secteurs			
Consommation (discrétionnaire)		1.51%	8.32%
Energie		-0.46%	7.97%
Finance		-2.06%	18.29%
Santé		3.04%	5.72%
Technologie		6.49%	29.28%
Facteurs			
MSCI Small Caps		0.41%	15.45%
MSCI Large Caps		2.54%	20.36%
MSCI Value		-0.11%	15.40%
MSCI Growth		4.20%	23.38%
Volatilité		17.44%	
Marchés de taux			
Immobilier suisse (coté)		3.24%	8.67%
Obligation suisses		0.53%	1.12%
Obligations mondiale		0.39%	1.08%
Tx suisse à 10 ans		0.13%	-0.19%
Tx suisse à 2 ans		-0.14%	-0.19%
Tx US à 10 ans		4.08%	-0.49%
Tx US à 2 ans		3.57%	-0.67%
Monnaies			
USD/CHF	0.805	1.25%	-11.37%
EUR/CHF	0.928	-0.64%	-1.20%
GBP/CHF	1.058	-1.05%	-6.87%
EUR/USD	1.154	-1.87%	11.48%
JPY/USD	153.990	4.23%	-2.15%
Alternatif			
Matières premières		1.35%	7.52%
Pétrole	61	-2.23%	-14.97%
Or	4 003	4.08%	52.53%
Bitcoin	109 236	-3.22%	16.26%
Ethereum	3 826	-6.66%	13.94%

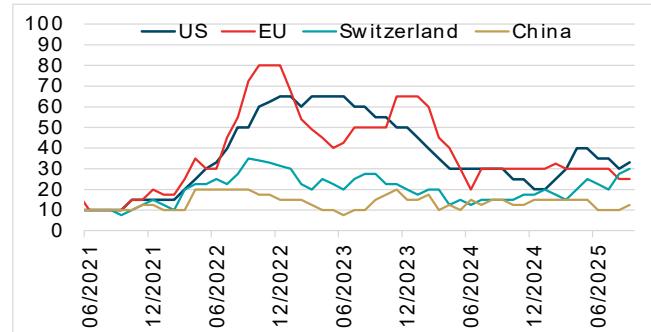


REVUE ÉCONOMIQUE

Le « Maître » Trump donne les bons et les mauvais points

Le président américain joue au maître d'école en ce mois d'octobre : bonne rencontre avec le président chinois = baisse des tarifs douaniers. Critique de sa politique au Canada = hausse des tarifs douaniers. L'impact est massif sur les entreprises et sur la confiance des consommateurs ou dans le cadre des relations binationales. Trump est le maître du jeu et fait souffler le chaud et le froid... tant que ses partenaires veulent bien jouer avec lui... Tout cela dans un mois de négociation du plafond de la dette ayant conduit à un nième shutdown... L'assouplissement monétaire américain se poursuit avec une deuxième baisse de 25 points de base d'affiliée. La FED priorise le soutien au marché de l'emploi dans un contexte d'inflation qui stabilisée. Les anticipations d'inflation reculent légèrement au cours du trimestre (4.6% contre 4.7%). Les perceptions d'inflation sont très différentes entre les démocrates qui la voient progresser et républicains, qui la voient baisser. La FED qui doit également faire face à un risque accru sur le secteur des banques régionales. Les probabilités de récessions restent stables dans les grandes zones monétaires à l'exception de la Suisse qui voient ses perspectives se dégrader. La force du CHF, les tarifs douaniers américains et les difficultés du marché chinois, pour laquelle la Confédération Helvétique est très exposé, conduisent à une révision à la baisse des perspectives de croissance.

Probabilité de récession (%)



Source : Bloomberg, XO Investments SA.

L'Europe reste en stagnation malgré des signaux de reprises dans le secteur des services. Les difficultés françaises, politiques et budgétaires, conduisent à une deuxième dégradation de la note souveraine. L'écart de rendement entre les obligations françaises et allemandes reste élevé et montre la défiance des investisseurs à l'égard d'un poids lourd de l'Europe.

Les exportations chinoises ont connu leur plus forte croissance en 6 mois avec une activité solide au 3^{ème} trimestre. La demande extérieure reste donc le principal moteur de croissance de la Chine qui souffre d'une demande intérieure fragile. L'élection par le parti libéral-démocrate de Mme Takaichi au Japon, la conduisant à reprendre à terme le poste de première ministre, est salué par les marchés financiers. Son programme de relance budgétaire couplé à une politique monétaire accommodante laisse entrevoir un avenir économique positif.

	Etats-Unis		EuroZone		Suisse	
	Dernier	Δ 2025	Dernier	Δ 2025	Dernier	Δ 2025
Prix et taux						
IPC	3.00%	-0.20%	2.10%	-0.30%	0.20%	-0.40%
Taux directeur banque centrale	4.00%	-0.50%	2.00%	-1.00%	0.00%	-0.50%
Tx à 10 ans	4.08%	-0.49%	2.63%	0.27%	0.13%	-0.19%
Tx à 2 ans	3.57%	-0.67%	1.97%	-0.11%	-0.14%	-0.19%
Croissance et indicateurs						
PIB	2.10%	✓	-0.30%	0.20%	✓	-0.20%
Croissance estimée	1.63%	✓	0.15%	✓	-1.95%	✗
Richmond (0)	-4	✗	6	✓		
PMI (/50)	54.8	✓	-0.6	✓	46.3	✗
Philadelphia (/0)	-12.8	✗	-1.9	✓	-0.7	✗
Emploi						
Chômage	4.30%	0.20%	6.30%	0.07%	3.00%	0.40%
Taux de participation	62.30%	-0.2				
Etat (%PIB)						
Budget	-5.82%	1.10%	-2.84%	0.22%	0.51%	0.00%
Balance courante	-4.36%	-0.39%	2.10%	-0.58%	6.96%	-0.76%
Dette	120.79%		87.10%		37.58%	

LES DROITS DOUANES, MARTEAU FINANCIER

La mise en place des droits de douane par le président Trump peut être vue comme un retour au protectionnisme, ou comme le moyen de tenter de résoudre les doubles déficits américains et une manière de prolonger « l'American Way of Life ».

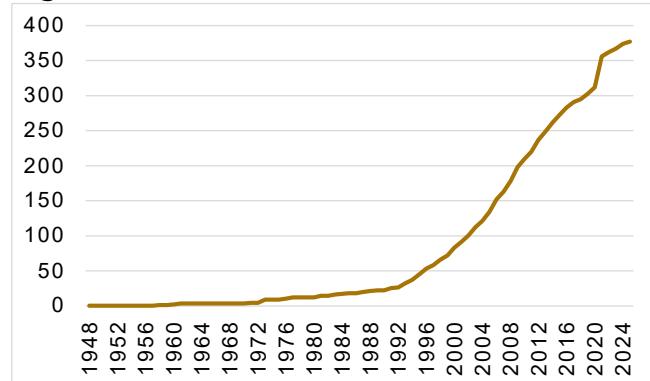
Libre-échange et protectionnisme

Le « Liberation Day » en avril 2025, soit la mise en place de droits de douane par Donald Trump, a eu l'effet d'une bombe sur les marchés financiers. Ce changement radical de politique américaine pourrait marquer symboliquement la fin d'une ère de libre-échange mise en place depuis la fin de la seconde guerre mondiale.

L'histoire économique n'est qu'une succession de périodes d'échange (libre-échange) et de protectionnisme en particulier par l'intermédiaire de l'utilisation des droits de douane. En France les droits de douane apparaissent dès le 14^{ème} siècle. Philippe le Bel et Charles IV instaurent des taxes à l'exportation sur des produits alimentaires (vin ou grains). Ces droits de douane explosent à partir du 15^{ème} et 16^{ème} siècle pour les besoins financiers de l'Etat. En 1790, juste après la Révolution française, l'Assemblée Constituante abolit les douanes intérieures au profit de droits perçus aux frontières. En 1801 la création de la régie des douanes nationales adopte des réglementations protectionnistes qui perdureront pendant des décennies.

Les droits de douane sont utilisés comme un outil de politique économique, comme instrument commercial et de politique extérieure. Ils sont le reflet des périodes de libre-échange ou de protectionnisme qui se succèdent. A partir de 1846 et la décision du Royaume-Unis de supprimer ses lois céréalières, une période de libre-échange débute en Europe et perdurera jusqu'en 1879. A partir de cette date, les mesures politiques et la multiplication font entrer le monde dans une phase protectionniste jusqu'en 1945. Ce n'est qu'en 1947 avec la création du GATT puis l'avènement de l'OMC en 1995 que le monde s'installe durablement dans le libre-échange. C'est à partir de cette date que les accords de libre-échange entre pays augmentent puis explosent dès la création de l'OMC. Près de 400 accords sont aujourd'hui en vigueur dans le monde

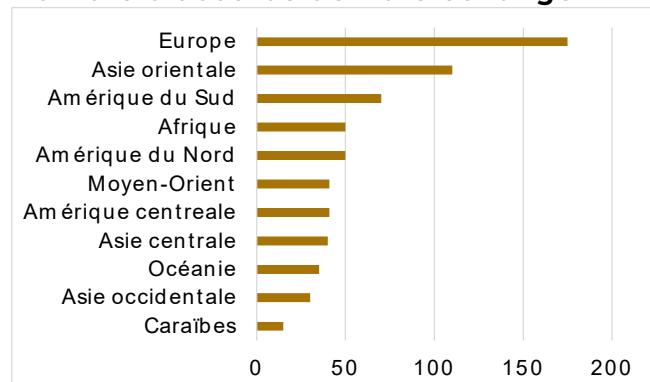
Nombre d'accords de libre-échange en vigueur dans le monde



Source : OMC, XO Investments

Ces accords de libre échange sont principalement conclus en Europe, en Amérique du Nord ou en Asie. L'Asie représente à elle seule environ 32% du commerce mondial au travers de ces accords, l'Amérique du Nord 26% et l'Europe 18%, pourtant au bénéfice du plus grand nombre d'accords.

Nombre d'accords de libre échange



Source : OMC, XO Investments

Principales zones de libre-échange (parts dans le PIB mondial)

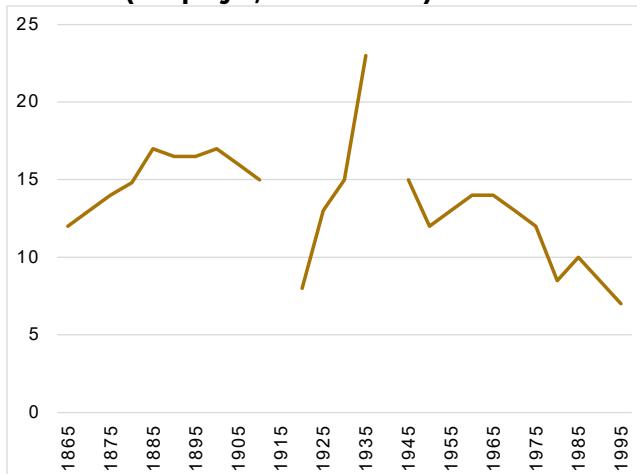


Source : FMI, Statista, XO Investments

Droits de douane et balance commerciale

Les droits de douane sont l'instrument le plus facile à mettre en place par les Etats et donc le symbole des périodes de protectionnisme. La période de l'entre-deux-guerres mondiales apparaît comme la période de plus forte hausse de ces droits de douane dans le monde, tout en restant mesurés avec des taux moyens depuis un siècle et demi de l'ordre de 15%.

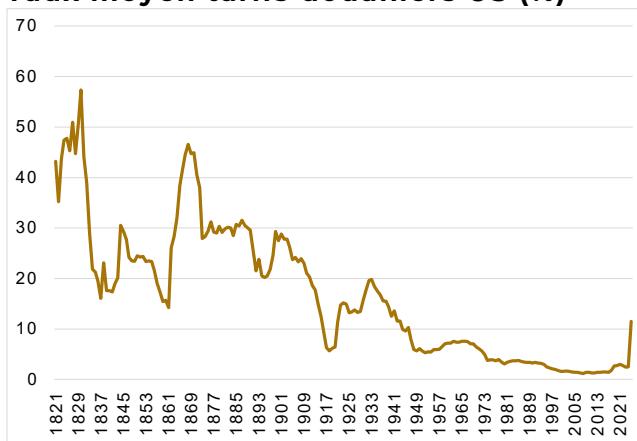
Evolution des droits de douanes dans le monde (35 pays, 1865-1996)



Source : Clemens et Williamson (2002 "Why Did the Tariff-Growth Correlation Reverse after 1950?", XO Investments)

Les Etats-Unis, qui naissent d'un conflit commercial avec la Grande-Bretagne, fournissent les données les plus fiables et les plus longues sur les droits de douane appliqués.

Taux moyen tarifs douaniers US (%)



Source : US Tax Foundation, XO Investments

Les droits de douane appliqués par Donald Trump restent en moyenne bas, mais marquent un réel tournant dans la politique tarifaire américaine depuis 1947. La mise en place de droits de douane par la nouvelle administration présente plusieurs objectifs, en particulier réduire le déficit de la balance commerciale et

réduire le déficit du budget étatique fédéral.

Le premier objectif de Donald Trump se situe donc au niveau de sa balance commerciale. Elle affichait fin 2024 plus de 120 milliards de déficit. L'objectif est donc de dissuader les importations avec les droits de douane, rapatrier des industries sur sol américain, et augmenter les exportations, en faisant par ailleurs baisser l'USD. La baisse des importations et la hausse des exportations pourraient résoudre cette problématique. Force est de constater que les premiers effets à court terme sont positifs pour cette politique puisque le déficit commercial a été ramené à 80 milliards d'USD. Reste à savoir si cette politique agressive sera bénéfique à long terme et comment réagiront les partenaires commerciaux : complaisance ou détournement du marché américain ?

Balance commerciale US (milliards USD)



Source : Bloomberg, XO Investments

Les finances fédérales en objectif

Le second objectif de la mise en place des droits de douane est l'augmentation des revenus de l'Etat américain, donc la réduction du déficit budgétaire américain. A la fin de l'année 2024 le déficit courant était de près de 7% du PIB. Ce chiffre est en légère amélioration sur 2025.

Balance budgétaire US (% PIB)



Source : Bloomberg, XO Investments

Le principal problème auquel doit faire face le président US est le niveau de dette abyssal de l'Etat : presque 120% du PIB.

Dette US (% PIB)



Source : Bloomberg, XO Investments

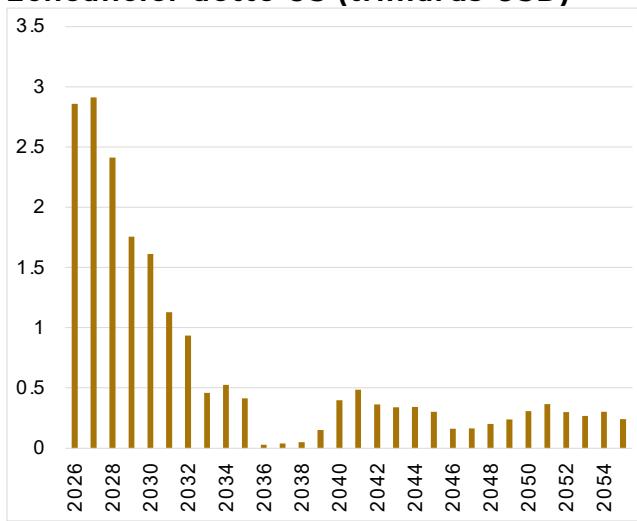
Or, avec un niveau de taux d'intérêt de 4%, il est aisément d'imaginer que les intérêts de cette dette pèsent sur les finances publiques. On comprend donc la pression mise par Donald Trump sur le président de la FED pour faire baisser le niveau de taux d'intérêt, même s'il n'a aucun pouvoir puisque l'institution est indépendante !

Taux US 10 ans (%)



Source : Bloomberg, XO Investments

Echéancier dette US (trilliards USD)



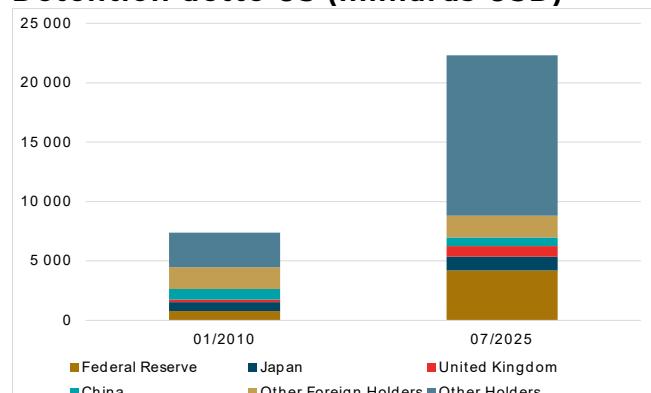
Source : Bloomberg, XO Investments

Ce point est d'autant plus crucial pendant la présidence de Donald Trump qu'il fait face à un échéancier très lourd avec près de 10 trilliards

d'USD (soit 40% de la dette totale américaine) à renouveler. Il est donc nécessaire d'agir rapidement pour faire baisser les taux de refinancement.

La dette américaine est détenue à 15% par la FED elle-même, à 35% par des créanciers étatiques étrangers, et à 50% par d'autres porteurs, principalement des fonds de placement ou des clients (institutionnels ou privés). Il est intéressant de noter que la Grande Bretagne qui détenait 208 milliards d'USD de bons du trésor US en 2010 en détient désormais 899 en 2025, soit plus que la Chine et ses 730 milliards d'USD. La Grande Bretagne est derrière le Japon le deuxième pays en termes de détention.

Détention dette US (milliards USD)



Source : Bloomberg, XO Investments

La FED a le pouvoir de faire baisser les taux à court terme, mais les taux à long terme sont décidés par le marché, donc par les acheteurs de dette US. Donald Trump pourrait être tenté de répliquer ce type d'accord entre US et UK dans l'achat de bons du trésor avec d'autres pays, utilisant les droits de douane comme monnaie d'échange dans les négociations. C'est ici son instrument pour faire baisser les taux : obliger les pays étrangers à acheter massivement la dette américaine, finançant ainsi le train de vie de l'Etat US, en échange d'une réduction de droit de douane. Ou comment Donald Trump fait de la négociation des droits de douane un instrument politique et financier. La mise en place des droits de douane ne serait alors qu'une étape pour tenter de retrouver un équilibre commercial et budgétaire, voire à maintenir une hégémonie chancelante dans un monde devenu multipolaire... en espérant que les pays sous pression acceptent de subir ce dictat...

« *La diplomatie sans les armes, c'est la musique sans les instruments* », Otto Von Bismarck.