



MENSBRIDGE & ASSOCIES



LETTRE DE L'INVESTISSEUR

Revue mensuelle des marchés
financiers et perspectives

Octobre 2025

MACROÉCONOMIE

La Réserve fédérale a repris son cycle de baisses de taux, diminuant le taux cible de Fed funds de 25 points de base. La décision était largement attendue dans la mesure où la détérioration du marché de l'emploi est devenue la priorité. Le rapport sur l'emploi du mois d'août a en effet encore déçu (+22 000 vs +75 000 att.) et la révision annuelle des NFP du BLS a dévoilé un trou encore plus béant qu'attendu dans les effectifs employés américains (-911 000 vs -818 000 att.).

Powell a présenté cette baisse de taux comme une « risk management cut ». En effet, l'inflation évoluant toujours très significativement au-dessus de l'objectif (PCE : +2,7% a/a, Core PCE : +2,9%), la Fed ne peut se permettre d'assouplir trop brusquement sa politique monétaire. De plus, une partie du ralentissement des créations d'emplois tient aussi à la réduction drastique de l'immigration (encore illustrée par l'expulsion de 300 Coréens ou encore la volonté de compliquer l'accès aux permis H1-B). S'ils ne sont qu'indicatifs, les dot plots ont rasséréner les investisseurs, en suggérant que **deux autres baisses de taux de la même ampleur devraient suivre en octobre puis en décembre.**

D'après les projections économiques du FOMC, ce desserrement monétaire préventif permettrait d'endiguer la hausse du chômage (+4,3% en août) à un maximum de 4,5% en fin d'année. Elle permettrait aussi à l'activité de tenir bon, puisque **la prévision de croissance pour cette année a été revue de +1,4% à +1,6%.** On notera aussi la nouvelle révision à la hausse de la croissance du PIB au T2 (+3,8% t/t ann.), meilleur trimestre depuis plus de deux ans, même s'il faut tenir compte du rattrapage partiel de la contraction du T1 en raison des décalages de flux dans le commerce extérieur. Avec un PMI Composite Flash à 53,6, la croissance continue donc sur sa belle lancée de l'été. Les ventes au détail (+0,5% m/m vs +0,2% att.) ont conforté ce sentiment. Enfin, le rehaussement des prévisions d'inflation de la Fed pour l'année prochaine de 2,4% à 2,6% invite à un peu de prudence. Pour l'instant, la banque centrale considère que les tarifs douaniers n'auraient qu'un effet « unique » sur le niveau des prix. Mais la répercussion des hausses de coûts semble prendre plus de temps que prévu.

Sur le front de la guerre commerciale, Trump accentue la pression sur le secteur pharmaceutique qu'il menace de 100% de droits de douane sur les médicaments brevetés. D'intenses discussions sont en cours. Dans l'ensemble, le taux de tarifs effectifs imposés par les Etats-Unis atteint 9,5% à l'heure actuelle. Selon l'OCDE, le taux statutaire dépasserait les 19%. Les tarifs n'ont pas fini de faire parler d'eux.



La Fed procède à une risk management cut

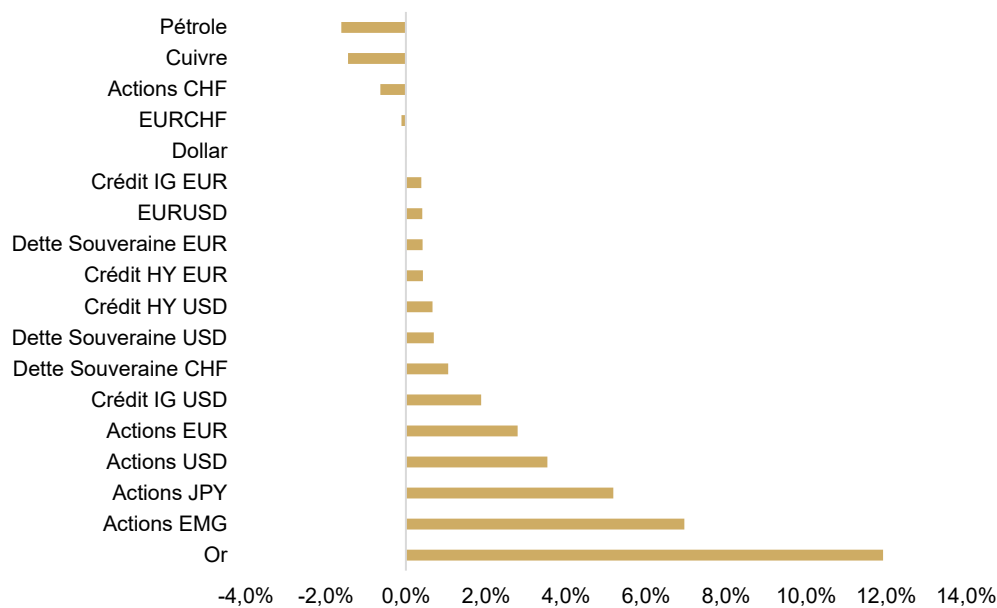
Pour sa réunion de rentrée, la BCE a conservé le taux de facilité de dépôt à 2%, une décision prise à l'unanimité. C'est la deuxième fois de suite que la banque centrale opte pour une position d'attente. La mise à jour trimestrielle des prévisions de la BCE ne présente pas de changement d'envergure au niveau de l'inflation. Celle-ci devrait s'établir à 2,1% en 2025, une très légère augmentation qui indique que le rebond de septembre (+2,1%) devrait se poursuivre en fin d'année.

Concernant la croissance, les bonnes données parues ces derniers mois permettent logiquement à la banque centrale de rehausser ses attentes de croissance pour cette année : le PIB devrait croître de +1,2%. Les enquêtes PMIs de septembre n'ont pas fait exception, l'indicateur Composite continuant son accélération (51,2 vs 51,1 att.). **Le secteur privé européen connaît sa meilleure progression des 16 derniers mois.** L'indicateur ZEW indique que l'optimisme reste de mise (26,1 vs 20,3 att.) Seule ombre au tableau, le secteur manufacturier retombe en zone de contraction (PMI Manufacturing Flash : 49,5 vs 50,7 att.). Dans ce contexte, on sent que la BCE ne souhaite plus vraiment faire évoluer sa position.

La Banque d'Angleterre a maintenu ses taux à 4%. Si la décision était unanimement anticipée, le message envoyé par les votes du Conseil de politique monétaire s'est révélé particulièrement prudent (seulement 2 en faveur d'une baisse de taux contre 7 pour le statu quo.) **En effet, l'inflation britannique ne reflue pas** (+3,8 % et +3,6% pour l'inflation sous-jacente) ce qui fait du Royaume-Uni le pays du G7 dont l'inflation est la plus élevée. Au rendez-vous pendant la première partie de l'année, l'activité donne des signes d'essoufflement, en témoignent la croissance du PIB (+0% m/m en juillet) et les PMIs (Composite : 51 vs 53 att.) La question de la capacité du gouvernement travailliste à relancer la croissance tout en limitant l'inflation se pose plus que jamais. Le budget que Rachel Reeves dévoilera fin novembre pourrait être un tournant.

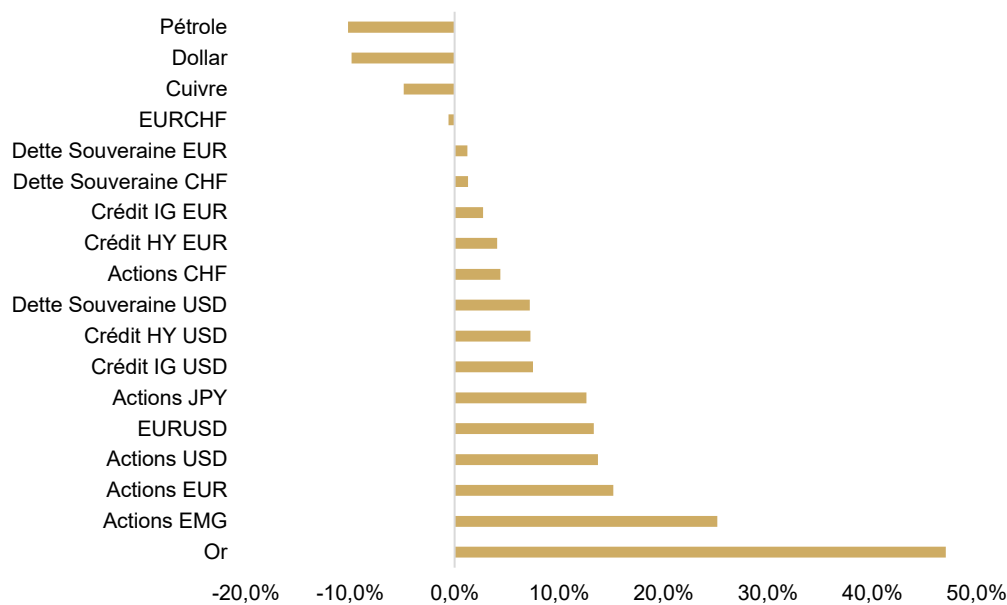
Malgré un excédent commercial une nouvelle fois supérieur à 100 milliards de dollars en août, **le ralentissement de la croissance chinoise se confirme.** La production industrielle (+5,8% a/a vs +5,2% att.) et les ventes au détail (+3,4% a/a vs +3,8% att.) n'ont pas atteint les niveaux escomptés. Il en va de même pour la formation brute de capital fixe (+0,5% a/a vs +1,4% att.). Pour la cinquième fois des sept derniers mois, l'inflation sort en territoire négatif (-0,4% a/a vs -0,2% att.). Les rumeurs vont bon train sur la possibilité d'un plan de relance gouvernemental de dernière minute qui offrirait au pays ses 5% de croissance officiels. Cela avait été le cas ces deux dernières années.

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS
PERFORMANCES MENSUELLES



Source : Bloomberg, 30/09/2025

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS
PERFORMANCES DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Source : Bloomberg, 30/09/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MACROÉCONOMIE (suite)

Au Japon, la BoJ a maintenu son taux directeur à 0,5%. Mais la trajectoire reste ascendante pour la banque centrale. De façon significative, le vote n'a pas été unanime, deux gouverneurs ayant préféré une hausse à un maintien des taux. Bien qu'en ralentissement en raison d'effets de base négatifs dans l'énergie, l'inflation japonaise (+2,7% a/a) reste bien au-dessus de l'objectif de la BoJ. L'inflation des services (+1,5% a/a) est généralement bien orientée. La croissance reste de la partie en septembre (PMI Composite : 51,1) après un deuxième trimestre dont la solidité a surpris (+0,5% t/t vs +0,3% att.). La démission du Premier ministre Ishiba a ouvert une période d'indécision qui devrait prendre fin début octobre avec l'issue du duel Takaichi/Koizumi pour la direction du Parti libéral-démocrate.

La Banque nationale suisse n'a pas opéré de changement de son taux directeur, qui restera à 0% jusqu'à décembre, au moins. La BNS estime que l'inflation qui a affiché un léger rebond (+0,2% comme att.) en septembre ne devrait pas rechuter cette année. Concernant la croissance, les principaux indicateurs (PMI Manufacturier : 49, KOF : 98) reflètent un clair pessimisme depuis l'annonce par Trump de tarifs de 39% sur les importations en provenance de Suisse. Par conséquent, la banque centrale a revu sa prévision de croissance à seulement 1% pour l'année prochaine.

MARCHÉS ACTIONS

Cinquième mois de hausse consécutif pour les marchés actions américains. Une saisonnalité historiquement défavorable à Wall Street en septembre n'aura pas eu raison du rallye à l'œuvre depuis le creux du mois d'avril (S&P 500 : +3,5%, Nasdaq 100 : +5,4% en USD)

L'effervescence dans la Tech reste le moteur principal des marchés. Les 7 Magnifiques en profitent logiquement (BM7P : +9,0%), bien aidées par le retour gagnant de Tesla (+33,2%), après des annonces optimistes de Musk. Mais les envolées d'Oracle (+24,3%) grâce à ses résultats et d'Intel (+37,8%) suite à son rapprochement avec Nvidia rappellent que l'écosystème IA s'élargit.

Le contexte économique américain reste porteur, ce que montre **la révision à la hausse de la croissance économique du T2** (+3,8% t/t annualisé) ainsi que des PMIs solidement campés en territoire d'expansion (Composite : 53,6) pour achever le troisième trimestre. Suite à la détérioration de l'emploi constatée ces derniers mois, la Réserve fédérale a procédé à une baisse de taux, ouvrant la porte à un cycle de desserrement monétaire.

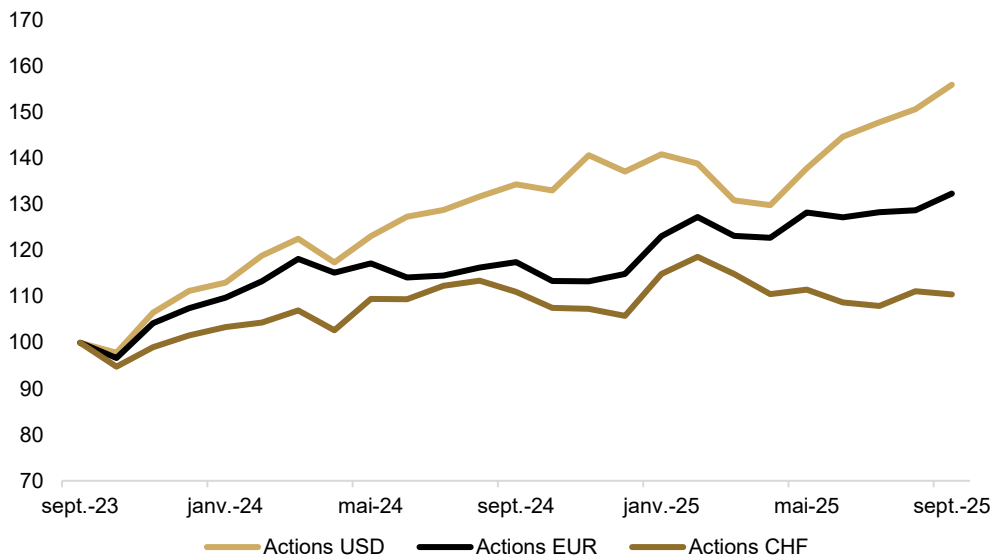
Wall Street reçu cinq
sur cinq

Concernant le sentiment, l'enquête Fund Manager Survey de Bank of America pour le mois de septembre a laissé transparaître une forme d'exubérance qui ne semble pas trop inquiéter les investisseurs. Ainsi, 58% d'entre eux jugent les marchés actions mondiaux surévalués, et de plus en plus pensent que l'IA est une « bulle ». Mais ils estiment aussi que l'IA va avoir des conséquences économiques extrêmement bénéfiques, comme une augmentation durable de la productivité. **Par conséquent, les creux de marché ont été assez systématiquement achetés**, si bien que selon Factset, les actions du S&P 500 se paient aujourd'hui près de 22 fois les profits à 12 mois, un niveau dépassé seulement à l'époque de la bulle Internet et à la sortie de la pandémie de Covid.

En Europe, les marchés avancent plus mollement (Stoxx Europe 600 : +1,5% en EUR). Les progrès sont assez négligeables depuis la fin du rallye post Liberation Day dès la mi-mai. Le point haut de mars reste un plafond, testé seulement en août. En septembre, les marchés sont tirés par les valeurs technologiques exposées à l'IA américaine (ASML (+30,1%), Schneider (+13,1%), Legrand (+8,1%)) et la défense (Renk : +40,3%, Hensoldt : +24,4%, Thales : +18,4%) après un renouveau des tensions avec la Russie. Les minières profitent aussi de l'emballement des cours de plusieurs métaux. Enfin, Kering (+23,3%), emmené par son nouveau directeur général Luca de Meo, profite d'un vent d'optimisme. Cette humeur positive s'est propagée aux autres actions françaises : le CAC 40 rebondit (+2,4%) malgré la crise politique.

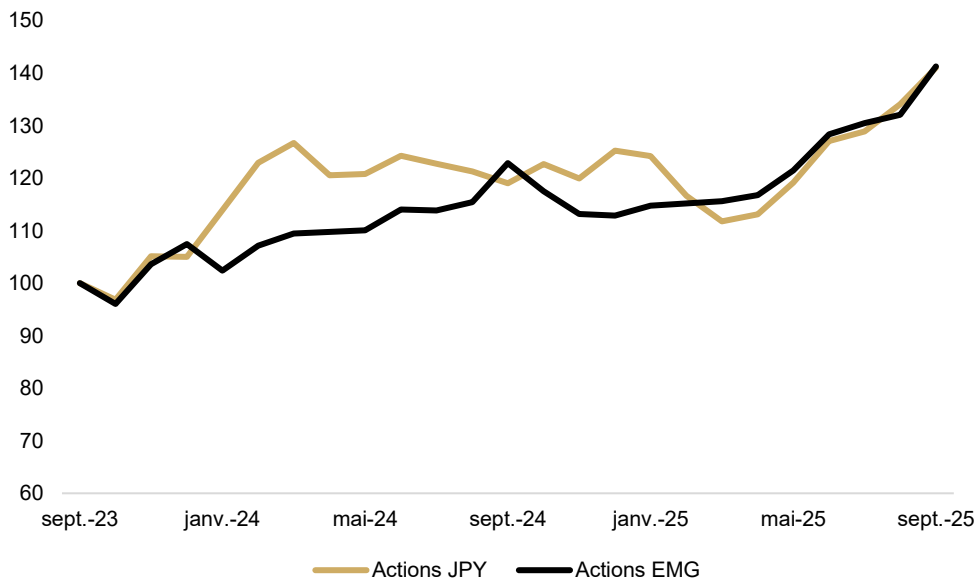
MARCHÉS ACTIONS

MARCHÉS ACTIONS EUR USD CHF PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2025

MARCHÉS ACTIONS JAPON – PAYS EMERGENTS PERFORMANCES SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2025

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MARCHÉ OBLIGATAIRE

L'activité a été très forte sur le mois de septembre. Les anticipations de baisse de taux aux US ainsi que la bonne dynamique des indices économiques (GDP, ventes au détail, nouvelles commandes ISM), autant en Europe qu'aux US, ont permis aux actifs risqués de toucher de nouveaux records. Ainsi, en miroir des marchés actions aux plus hauts, les spreads de crédit ont touché des plus bas historiques aux US, tant sur la partie IG que HY.

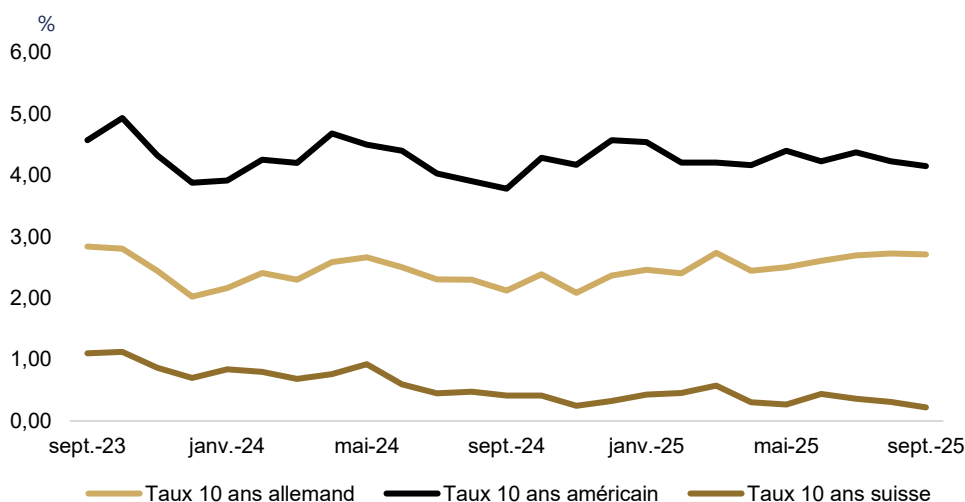
Point qui mérite d'être souligné et qui souligne l'appétit des investisseurs, ce nouveau resserrement des indices crédit s'est fait durant un mois très prolifique en termes d'offre de nouvelles émissions. Le mois de septembre 2025 a en effet été un des plus prolifiques de l'histoire sur le marché primaire avec plus de \$230md d'émission au global. Cela aurait pu peser sur les valorisations secondaires, mais dans l'ensemble, le marché a très bien tenu grâce notamment à la très forte demande finale qui a souvent permis de réviser en baisse les rendements offerts.

Il faut dire que côté taux, la FED a été au rendez-vous et a bien repris son cycle d'assouplissement. Cela a permis de maintenir le 2 ans autour de 3.6% et le 10 ans vers 4.1%. La visibilité est d'ailleurs meilleure sur la courbe US aujourd'hui, comme en témoigne la baisse de volatilité du move index. Cela a également permis à l'IG US de faire jeu égal cette année avec le HY (+7.0% environ), pari que nous avons fait en début d'année. A contrario, sur la partie européenne, la BCE devrait rester attentiste pendant les prochains six mois (légère hausse sur l'inflation), laissant la partie longue naviguer autour de 2.7%, avec la pression récurrente des déficits budgétaires. La sous performance de l'Europe sur les dettes souveraines ne devrait donc pas se retourner au Q4... et **le crédit va encore générer de l'excess return.**



Le marché tient le coup malgré l'offre de papiers

RENDEMENTS OBLIGATAIRES SOUVERAINS ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

DEVISES

Le dollar reste stable en septembre (DXY : 0%). Si les pressions baissières de moyen terme restent indéniables (presque 10% de recul au total depuis le début de l'année), **le dollar a trouvé un support ces derniers mois dans la résilience de l'économie américaine**. Le trade « hedge America » que beaucoup voyaient accélérer au lendemain de la réunion du FOMC de septembre a finalement été pris à revers et le dollar a rebondi dans la foulée de la prise de parole de Powell.

Face au dollar, c'est le franc suisse qui affiche la meilleure performance en septembre (CHFUSD : +0,5%). La décision de la BNS de ne pas abaisser ses taux en territoire négatif a soutenu le franc. Ce dernier a atteint un plus haut historique à 1,27 dollar, avant de reculer légèrement. Notons que **la banque centrale suisse a révélé avoir repris ses interventions** sur le marché des changes au deuxième trimestre, vendant pour 5 milliards de francs.

L'euro progresse aussi (EURUSD : +0,2%). **Il est désormais consensuel que la BCE ne baissera plus ses taux cette année**, et peut-être au-delà. De plus, la croissance européenne continue à offrir des surprises positives. **La monnaie unique est à son meilleur niveau des quatre dernières années face au billet vert, près de 1,18.**

Le yen recule encore face au dollar (USDJPY : +0,5%). **La pause hawkish de la BoJ n'aura pas suffi à relancer la devise nipponne**. Les positions spéculatives sur le yen affichent une divergence marquée entre des hedge funds unanimement baissiers et des asset managers résolument haussiers. La paire USDJPY a brièvement testé les 150, sans les dépasser.

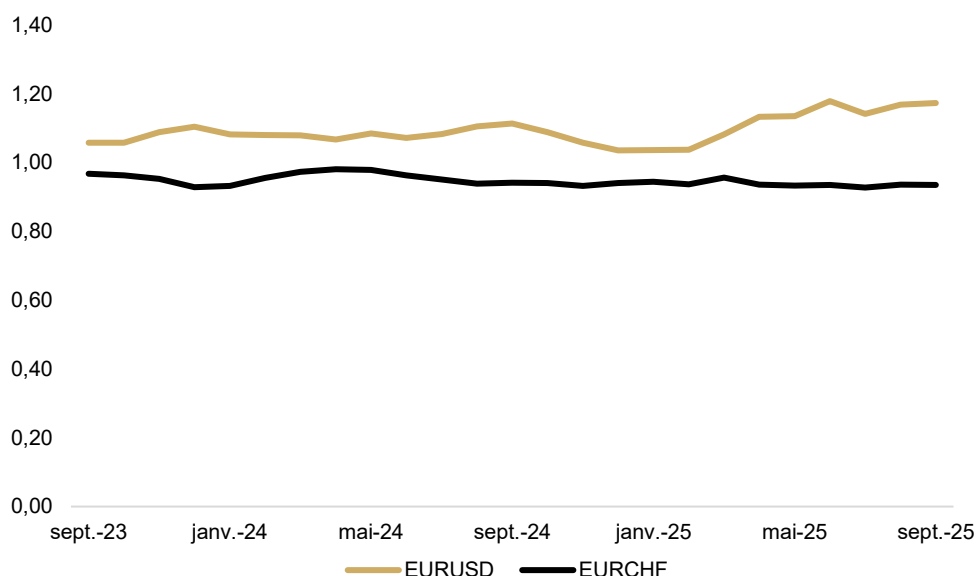
La livre sterling souffre (GBPUSD : -0,7%). Même si la prochaine baisse de taux de la BoE pourrait se faire attendre jusqu'au printemps prochain d'après les anticipations de marché, les inquiétudes relatives au budget britannique l'ont emporté.



Le trade « hedge America » a été pris à revers et le dollar se maintient

USD & CHF

ÉVOLUTION SUR 2 ANS CONTRE EUR



Source : Bloomberg, 30/09/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

PÉTROLE

Le pétrole recule encore en septembre (Brent : -1,7%, WTI : -4,9%) malgré le retour de sérieuses tensions entre les pays occidentaux et la Russie qui ont par moment ramené une prime géopolitique sur les cours de l'or noir. Finalement, ce sont les « 20 points du président Trump » pour Gaza qui ont eu le dernier mot et ont fait chuter les cours. Notons que le Brent a encore buté sur le plafond des 70 dollars (prix qui serait à la limite de l'acceptable dans l'esprit du président américain).

En toile de fond, l'OPEP+ s'est accordée sur **une nouvelle hausse de la production pour le mois d'octobre** qui verra 137 000 b/j supplémentaires déversés sur le marché. L'offre reste structurellement excédentaire.

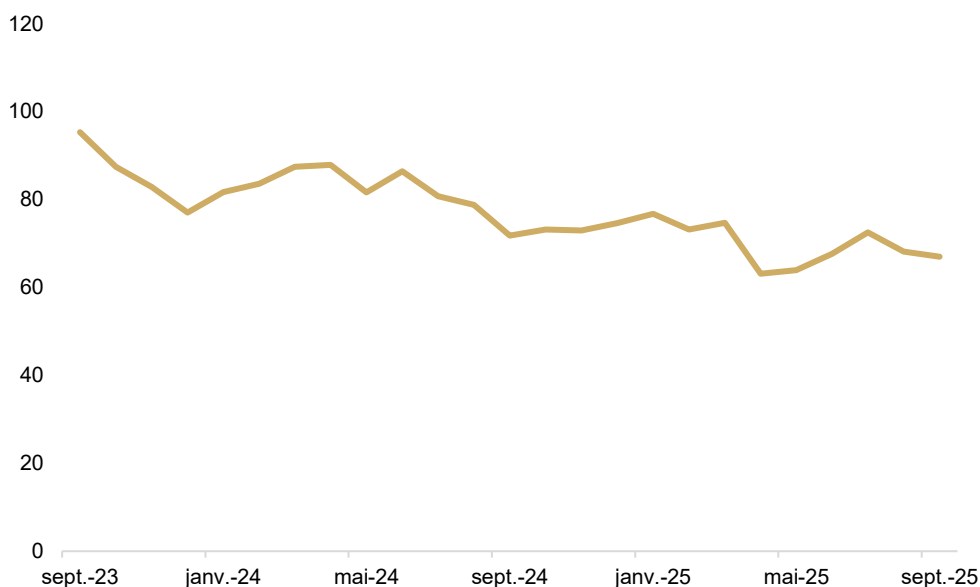
Depuis plusieurs semaines, **le WTI affiche une tendance baissière encore plus prononcée que le Brent**. En effet, les stocks américains ont surpris à la hausse en septembre et le nombre de puits ouverts aux Etats-Unis a rebondi par rapport au point bas atteint début août.



**Nouvelles hausses de production,
nouvelle baisse des cours du brut**

PÉTROLE

ÉVOLUTION SUR 2 ANS (BRENT)

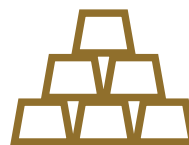


Source : Bloomberg, 30/09/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

MATIÈRES PREMIÈRES

OR

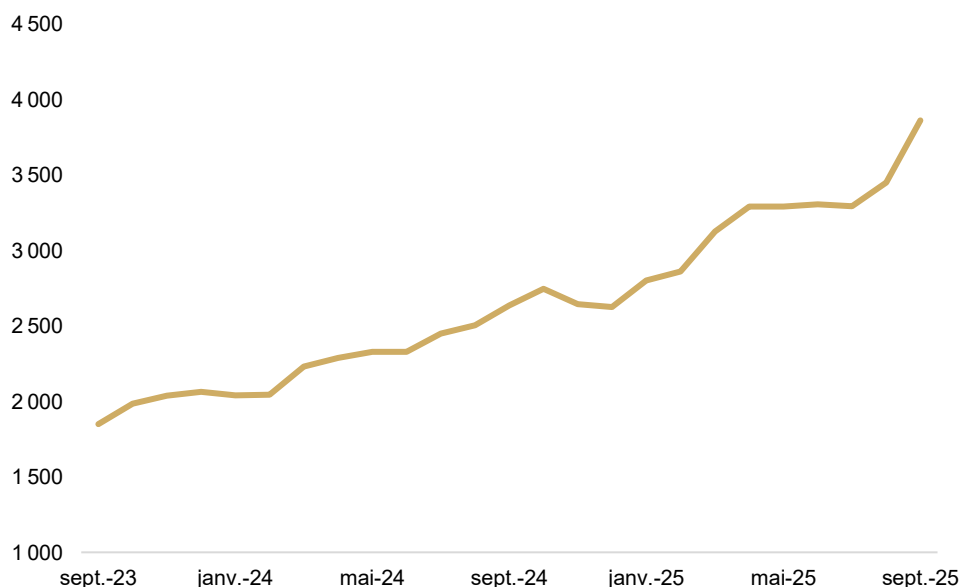
Or (XAUUSD : +11,0%) et argent (XAGUSD : +14,6%) affichent des performances prodigieuses en septembre. Pour le métal jaune, le contexte d'assouplissement monétaire s'est conjugué à une saisonnalité marquée par des achats de banques centrales ainsi qu'à un appétit toujours aussi fort de la part des investisseurs particuliers. Les tentatives répétées de Trump pour déstabiliser la Fed, illustrées par l'arrivée de Stephen Miran au Board, ont aussi soutenu la « relique barbare ». L'once d'or casse les 3500 et se trouve désormais à la porte des 4000 dollars. L'argent fait encore mieux, ramenant le ratio or/argent à un plus bas d'un an, aux environs de sa moyenne des 5 dernières années. Sur le long terme, nous préférons l'or pour lequel l'intérêt des banques centrales est particulièrement prononcé.



Or et argent affichent des performances prodigieuses en septembre

OR

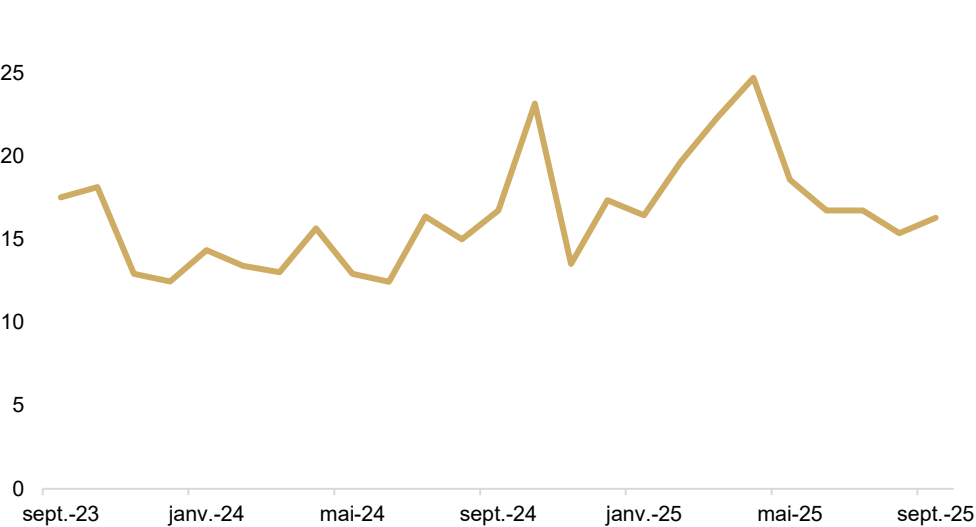
ÉVOLUTION DU PRIX SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

VOLATILITÉ

VOLATILITÉ – INDICE VIX
ÉVOLUTION SUR 2 ANS



Source : Bloomberg, 30/09/2025
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

CALENDRIER

Date	Pays	Donnée économique	Période	Précédent
2-oct.	Zone euro	Taux de chômage	sept.-25	6,3
	Suisse	Inflation	oct.-25	0,2
3-oct.	Etats-Unis	Emplois	sept.-25	22,0
	Etats-Unis	Taux de chômage	sept.-25	4,3
	Etats-Unis	ISM non-manufacturier	sept.-25	52,0
	Zone euro	PMI services Markit	oct.-25	51,4
	Royaume Uni	PMI services Markit	oct.-25	51,9
6-oct.	Suisse	Taux de chômage	sept.-25	2,9
8-oct.	Etats-Unis	Minutes de la Fed	avr.-26	
	Allemagne	Production industrielle	août-25	1,3
10-oct.	Etats-Unis	Confiance des ménages	oct.-25	55,1
13-oct.	Chine	Exportations	sept.-25	4,4
14-oct.	Royaume Uni	Taux de chômage	août-25	4,7
15-oct.	Etats-Unis	Inflation	sept.-25	2,9
	Chine	Inflation	sept.-25	-0,4
	Zone euro	Production industrielle	août-25	0,3
	Japon	Production industrielle	sept.-25	-1,2
	Etats-Unis	Enquête de la Fed de Philadelphie	oct.-25	23,2
17-oct.	Etats-Unis	Production industrielle	sept.-25	0,1
20-oct.	Chine	Ventes au détail	sept.-25	3,4
	Chine	Croissance du PIB	sept.-25	5,2
	Chine	Production industrielle	sept.-25	6,2
22-oct.	Royaume Uni	Inflation	sept.-25	3,8
24-oct.	Zone euro	PMI manufacturier Markit	oct.-25	49,8
	Royaume Uni	PMI manufacturier Markit	oct.-25	46,2
	Japon	PMI manufacturier Nikkei	oct.-25	48,5
27-oct.	Allemagne	Climat des affaires ifo	oct.-25	87,7
29-oct.	Etats-Unis	Réunion de la Fed	oct.-25	4,3
30-oct.	Etats-Unis	Croissance du PIB	sept.-25	3,8
	Zone euro	Réunion de la BCE	oct.-25	2,0
	Zone euro	Croissance du PIB	sept.-25	0,1
	France	Croissance du PIB	sept.-25	0,3
	Allemagne	Croissance du PIB	sept.-25	-0,3
	Italie	Croissance du PIB	sept.-25	-0,1
	Suisse	Indicateur avancé Kof	oct.-25	98,0
31-oct.	Zone euro	Inflation	oct.-25	2,2

MENSBRIDGE & ASSOCIES



Mensbridge & Associés

5 rue du Havre

75008, Paris

Tel : 01 40 31 20 00

contact@mensbridge.fr

Document achevé de rédiger le 30 septembre 2025.

Disclaimer

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 du Mensbridge & Associés.