



Panne sèche !

Fidèle à sa réputation, septembre a mis les marchés à rude épreuve. La poursuite du conflit au Moyen-Orient a perturbé l'approvisionnement énergétique et propulsé le pétrole au-delà de 100 dollars le baril, ravivant les craintes d'une inflation durable, tandis que la solidité de l'économie laissait aux banques centrales toute latitude pour durcir le ton. La Réserve fédérale a ainsi procédé à sa première hausse de taux en trois ans, portant sa fourchette cible entre 3,75% et 4%. La Banque centrale européenne a relevé son taux de dépôt à 2,5% et celle du Japon à 1,5%. D'autres resserrements sont attendus d'ici la fin de l'année. La BNS s'est démarquée en maintenant son taux directeur à 0%.

Les obligations ont été le fil rouge du mois. Le rendement du Trésor américain à 10 ans a bondi à 5,3%, sa septième hausse mensuelle consécutive. Le Bund allemand a grimpé à 3,6% et la Confédération à 0,6%, tandis que l'écart entre les taux français et allemands a atteint 1,2%, son plus haut niveau depuis 2012, reflet des inquiétudes budgétaires à Paris.

IMAGE DU MOIS

Pendant que la BCE et la Fed prenaient l'ascenseur, la BNS est restée au rez-de-chaussée, laissant le franc fort s'assoupir, pour le plus grand bonheur des exportateurs.

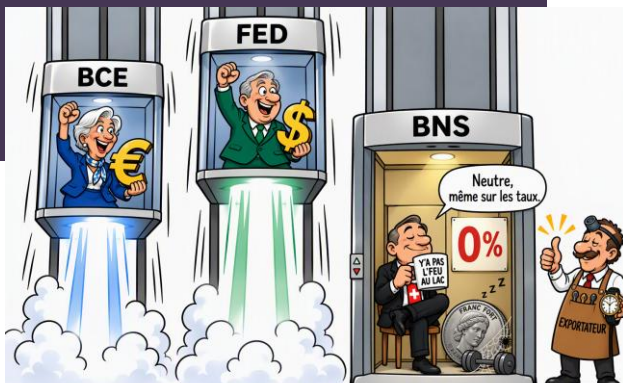


Illustration : Copilot

Le 24 septembre, la BNS a maintenu son taux directeur à 0%, alors que la BCE et la Fed avaient relevé les leurs.

Allocation	--	-	N	+	++
Liquidités		●			
Obligations		●			
Souveraines		●			
Entreprises IG			●		
Entreprises HY		●			
Dette Emergente			●		
Actions			●		
Suisse			●		
Europe			●		
Etats-Unis			●		
Japon			●		
Marchés EM			●		
Actifs Réels et Alt.				●	
Immobilier		●	<		
Or			●		
Fonds alternatifs				●	
Autres alternatifs			>	●	

Performances (%)	Sept. 26	2026
Actions (devise locale)		
Bloomberg World USD	1.4	11.4
S&P 500	0.5	11.8
SMI	3.2	4.2
EURO STOXX	2.2	7.9
FTSE 100	2.0	6.8
Bloomberg Asia USD	1.2	18.6
Bloomberg EM USD	1.7	17.3
Obligations (perf. CHF)		
Suisses	0.8	1.0
Mondiales	2.0	4.4
Souveraines	1.8	4.6
Entreprises IG	2.5	4.9
Entreprises HY	2.9	2.5
EM	3.2	4.4
Alternatifs		
Fonds alternatifs \$	0.4	3.9
Or : 4158 \$	6.2	3.8
Pétrole Brent : 104 \$	14.4	70.1
SXI - Immo Suisse CHF	1.9	3.0
Devises		
EUR/USD : 1.134	2.4	3.4
EUR/CHF : 0.947	0.9	1.7
USD/CHF : 0.835	3.3	5.3
GBP/CHF : 1.108	1.2	3.8
USD/CNY : 6.706	0.2	4.0
Bitcoin : 84297 \$	7.2	3.6
Taux souverains		
Sept. 26	Déc. 25	
Etats-Unis 10 ans	5.3%	4.2%
Allemagne 10 ans	3.6%	2.9%
Suisse 10 ans	0.6%	0.3%

L'activité économique demeure solide

L'indice obligataire suisse a ainsi perdu 0,8% et celui des obligations mondiales 2% sur le mois.

Les marchés actions ont eux aussi reculé sans céder à la panique, l'indice mondial abandonnant 1,4%. La solidité des résultats d'entreprises et la vigueur des investissements dans l'intelligence artificielle ont servi de contrepoids. Le S&P 500 a limité son repli à -0,5%, tandis que le SMI a enregistré la plus forte baisse des grands indices (-3,2%). Sur le marché des changes, le dollar s'est imposé comme le grand gagnant, porté par la fermeté de la Fed.

A contrario, l'or a perdu de son éclat, reculant de 6,2% à 4158 dollars l'once : la hausse des taux réels a alourdi le coût d'opportunité du métal jaune, éclipsant le soutien géopolitique.

Le contexte macroéconomique demeure solide, l'énergie reste le principal risque : elle alimente l'inflation à court terme et pousse à la hausse les anticipations de politique monétaire. Sur les marchés obligataires, nous restons prudents. Avec la hausse des taux, nous gardons une duration courte pour limiter la sensibilité des portefeuilles. Nous préférons l'investment grade aux emprunts d'État comme au haut rendement, car il offre un portage attractif pour un risque maîtrisé. Pour protéger les portefeuilles libellés hors du Franc suisse de l'inflation, nous privilégions les obligations indexées à la hausse des prix. Nous complétons cette poche par des stratégies obligataires alternatives dont la gestion flexible tire parti de la volatilité des taux sans dépendre de leur direction.

Nous réduisons notre exposition aux fonds immobiliers et aux actions des services publics (utilities), pénalisés par la hausse des taux. Nous restons neutres sur les actions. La dynamique bénéficiaire des entreprises reste bien orientée, mais les valorisations élevées et une hausse portée par un petit nombre de titres appellent à la sélectivité.

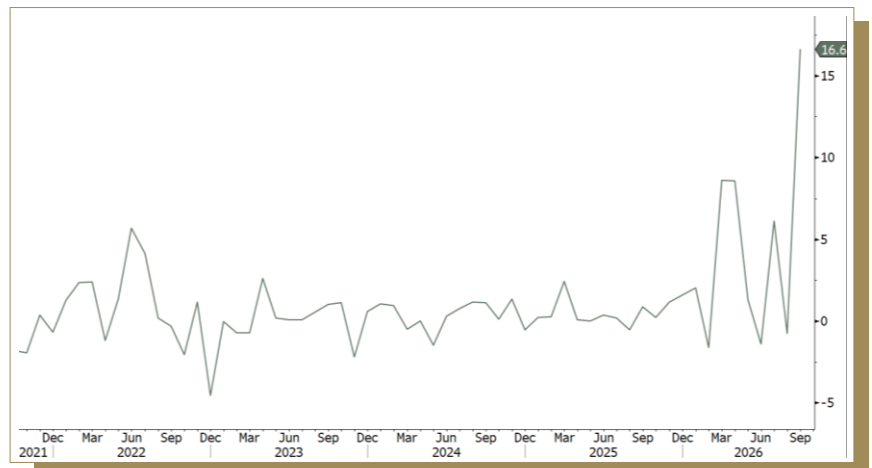
-3,2%

BAISSE DU SMI EN SEPTEMBRE

Nous cherchons donc d'autres sources de performance que les grandes valeurs technologiques. Le style value offre une décote bienvenue par rapport aux segments les plus chers du marché. Le secteur de l'énergie, couvre naturellement les portefeuilles contre le choc pétrolier. Les métaux, indispensables aux énergies renouvelables et à l'électrification des transports, font partie de notre exposition. Enfin, la biotechnologie, qui allie croissance et dynamisme des fusions-acquisitions, nous paraît attractive et décorrélée.

Le coût de livraison d'un baril de Brent a grimpé à plus de 16\$ en septembre

LES COÛTS DE TRANSPORT ONT AMPLIFIÉ L'EFFET DES MATIÈRES PREMIÈRES SUR L'INFLATION ÉNERGÉTIQUE



Source : NextGen/Bloomberg

Thème du mois

Les taux : la grande évasion

Fin des emprunts bon marché

Fin septembre, le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans a atteint environ 5,3% et celui à 30 ans a dépassé 5,5%, des niveaux inédits depuis plus de vingt ans. Le mouvement est mondial : le rendement moyen des emprunts d'État à 10 ans des pays riches dépasse 4%, deux fois sa moyenne de 2015-2025. Le taux à 10 ans sert de référence au coût du crédit immobilier, au financement des entreprises, des États, et à la valorisation de la plupart des actifs financiers. Le prix d'une obligation et son rendement évoluent en sens inverse. Quand les investisseurs vendent des obligations, le prix baisse alors que le rendement offert aux nouveaux acheteurs monte.

Pendant une grande partie des années 2010, des taux proches de zéro permettaient aux États et aux entreprises de s'endetter à un coût dérisoire. Cette époque semble révolue. La hausse des taux actuelle survient alors que la dette publique des économies avancées avoisine 110% du PIB, contre 70% au début des années 2000.



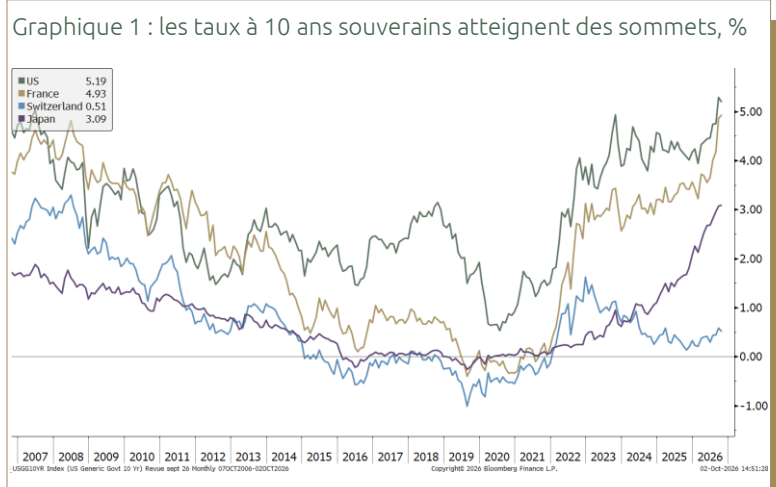
Les taux d'intérêts atteignent des records de même que l'endettement des États

Pourquoi les taux longs montent-ils ?

Le premier moteur est conjoncturel. La guerre en Iran maintient le baril de Brent au-dessus de \$100 et l'inflation sous-jacente reste tenace. La BCE et la Fed ont réhaussé leurs taux directeurs deux fois pour l'une et une fois pour l'autre cette année, un réajustement qui explique environ deux tiers de la hausse des taux à 10 ans dans le G7 depuis le début du conflit.

S'y ajoute un facteur budgétaire. Avec des déficits d'environ 6% du PIB aux États-Unis et de plus de 5% en France, les États doivent émettre toujours plus d'obligations, pour financer ces déficits et pour refinancer une dette qui s'alourdit : rapportées au PIB, leurs émissions ont doublé depuis 2007. Or les acheteurs traditionnels, banques centrales et fonds de pension, se retirent, si bien que l'offre de papiers obligataires devient excédentaire. Les États doivent donc consentir un coût supplémentaire pour emprunter à long terme.

Enfin, les entreprises rivalisent désormais avec les États pour attirer l'épargne. Les géants de la tech consacrent près de \$800 Mia à leurs investissements en 2026, essentiellement dans l'IA, et leurs émissions obligataires devraient bondir de 45% cette année. Cette nouvelle offre de papier accentue le déséquilibre et pousse les taux vers le haut.

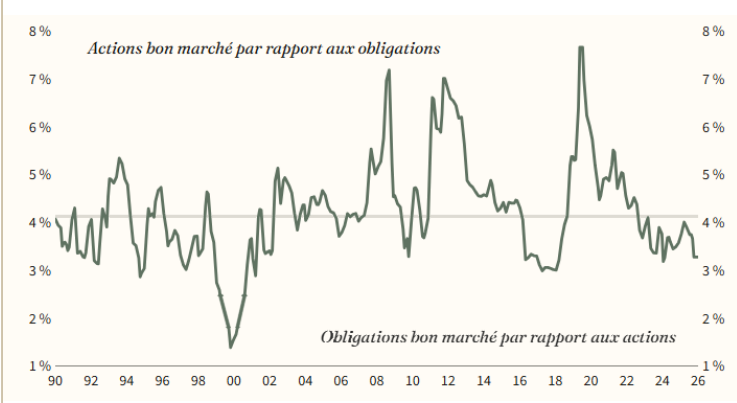


États sous pression, une économie freinée

Les finances publiques sont les premières touchées. Les intérêts de la dette absorbent plus de 3% du PIB dans l'OCDE et près de 5% aux États-Unis, où cette facture pourrait atteindre 7% d'ici 2030 (\$2700 Mia). Pour éviter des taux longs devenus coûteux, les États empruntent davantage à court terme, mais ne font que repousser le problème : près de la moitié de la dette à taux fixe de l'OCDE devra être refinancée d'ici 2030. Lorsque le taux d'emprunt dépasse la croissance, un effet boule de neige s'enclenche : pour stabiliser leur dette, les États-Unis devraient réduire leur déficit d'environ 5% de PIB, et la France de 4%.

L'économie réelle en subit aussi le contrecoup : une hausse de 1% du taux à 10 ans pourrait amputer la croissance américaine d'environ un point également, selon Bloomberg. Un assainissement budgétaire graduel mais crédible est nécessaire, à l'image du Royaume-Uni, dont le budget prévoit de ramener le déficit de 4,2% à 1,6% du PIB d'ici 2031.

Graphique 2 : Prime de risque des actions américaines



Source : Datastream, SG Cross Asset Research/Global Asset Allocation

LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊTS À LONG TERME AFFECTE ÉGALEMENT LA SUISSE



Source : Grok AI

Les actions sous pression

En théorie, la hausse des taux pèse sur les actions, car elle réduit la valeur actuelle des bénéfices futurs : un revenu attendu dans dix ans vaut moins si l'on peut placer son argent « sans risque » à 5% plutôt qu'à 1%. Pourtant, le Bloomberg World progressait d'environ 11% de janvier à fin septembre. Une forte croissance bénéficiaire des entreprises a permis aux marchés actions d'absorber les hausses de taux.

Cette résilience a toutefois ses limites : au niveau actuel des taux à 10 ans, la relation risque de s'inverser. Toute nouvelle hausse des taux exigerait alors soit de nouvelles révisions bénéficiaires à la hausse, soit une correction des marchés actions afin de réhausser la prime de risque des actions (graphique 2). Les valeurs cycliques et le style « value » pourraient mieux résister que la technologie ou l'immobilier, plus sensibles aux taux longs. Diversification des obligations et des actions, maîtrise de la durée et qualité des émetteurs sont essentielles à une allocation équilibrée.

L'immobilier est très sensible à une hausse des taux longs

Comment investir ?

Dans cet univers de taux élevés, nous privilégions les obligations à durée courte. Nous recommandons une exposition aux obligations indexées à l'inflation avec le fonds Schwab US TIPS, ainsi que des fonds obligataires moins directionnels comme le DNCA Alpha Bonds.