

SEPTEMBRE 2026

Lettre Mensuelle

REVUE DES MARCHÉS

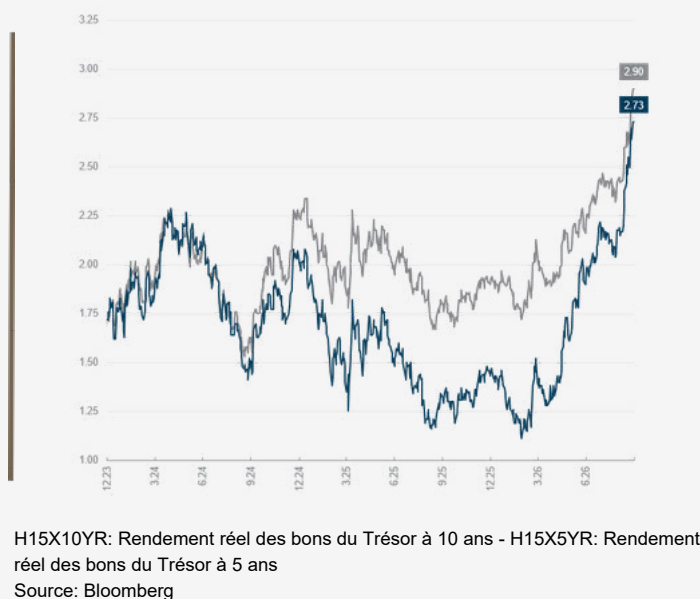
Les marchés obligataires souverains ont connu une nouvelle correction brutale en septembre, les taux nominaux et réels ayant progressé, en particulier aux États-Unis. Le taux des bons du Trésor américain à 10 ans a atteint de nouveaux sommets cycliques, reflétant la résilience de l'activité économique, les inquiétudes persistantes liées à l'inflation, un volume important d'émissions de bons du Trésor et une prime de durée plus élevée. La hausse des taux réels a été particulièrement marquée, car elle a resserré les conditions financières et remis en cause le soutien apporté par les valorisations aux actifs à longue durée.

Cette évolution des taux s'explique par une réévaluation des perspectives de politique monétaire. En début d'année, les marchés s'attendaient à une orientation relativement accommodante, les banques centrales s'orientant progressivement vers une baisse des taux directeurs. Ce scénario a considérablement changé. La persistance de l'inflation, la fermeté des marchés du travail et la vigueur continue de l'activité ont accru la probabilité que la Réserve fédérale et d'autres grandes banques centrales doivent maintenir une orientation restrictive plus longtemps, de nouvelles hausses de taux étant désormais de plus en plus anticipées par les marchés.

Les indices boursiers sont restés résilients en valeur globale, mais les fondamentaux du marché se sont affaiblis. Aux États-Unis, l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière a continué de bénéficier de la solide performance d'un groupe restreint de grandes entreprises des secteurs de la technologie, des semi-conducteurs et de l'intelligence artificielle. En revanche, l'indice à pondération égale, tout comme l'indice des petites capitalisations, a sous-performé, soulignant la portée limitée de la reprise et la divergence croissante sous la surface du marché.

Le cycle d'investissement dans l'IA reste un puissant facteur de soutien pour certains segments du marché actions. Les grandes entreprises technologiques continuent d'investir des capitaux considérables dans les centres de données, la capacité de calcul et les infrastructures énergétiques associées, ce qui soutient les prévisions de bénéfices pour les entreprises bénéficiaires des secteurs des semi-conducteurs, des logiciels et des infrastructures. Cependant, la hausse des rendements nominaux et réels a accentué la pression exercée par les taux d'actualisation sur de nombreux autres segments, en particulier les titres de croissance à longue durée, l'immobilier et les entreprises plus sensibles à la conjoncture économique.

Graphique 1 : Rendements réels des bons du Trésor à 5 et 10 ans



Graphique 2 : Indice des grandes capitalisations américaines à pondération égale



-6,89%

PERFORMANCE DE L'INDICE BOURSIER INDIEN EN DOLLARS AMÉRICAINS - SEPTEMBRE

Graphique 3 : Écart de rendement des obligations d'entreprises "investment grade"



LUACOAS : OAS agrégé des obligations d'entreprises américaines – LECPOAS : OAS agrégé des obligations d'entreprises de la zone euro
Remarque : moyenne calculée à partir des données suivantes : LUACOAS à partir du 30/06/1989 ; LECPOAS à partir du 30/11/1988
Source : Bloomberg

Les marchés du crédit sont restés globalement résilients pendant la majeure partie du mois, les spreads restant relativement contenus malgré la hausse des rendements nominaux et réels. Toutefois, les derniers jours de cotation ont été marqués par un léger élargissement des spreads, tant sur les titres « investment grade » que sur les titres à haut rendement, ce qui suggère que les investisseurs sont devenus un peu plus prudents à mesure que les conditions financières se resserraient et que la largeur du marché actions s'affaiblissait. Bien que ce mouvement reste limité par rapport aux élargissements plus importants observés plus tôt dans l'année, il met en évidence la baisse de la rémunération offerte pour le risque de crédit dans un environnement macroéconomique plus incertain.

Les cours du pétrole ont également progressé au cours du mois, une tendance amplifiée par la hausse de la prime de risque géopolitique. La recrudescence des tensions autour du détroit d'Ormuz et les perturbations du trafic maritime dans le détroit de Bab el-Mandeb — la porte d'entrée sud de la mer Rouge — ont exacerbé les inquiétudes concernant la sécurité des principales voies d'exportation d'énergie. Les menaces des Houthis à l'encontre des navires et des infrastructures en mer Rouge ont entraîné une hausse des coûts de transit, d'assurance et de réacheminement, tandis que les risques autour d'Ormuz sont restés particulièrement importants compte tenu de son rôle de voie de passage essentielle pour les flux mondiaux de pétrole et de GNL.

Ces développements ont accru l'incertitude liée à l'inflation et renforcé le risque que les banques centrales soient amenées à maintenir une politique monétaire restrictive plus longtemps que prévu initialement.

En résumé, le mois de septembre a été marqué par des indices boursiers globaux toujours résilients, associés à une hausse des rendements réels, à un rétrécissement de la largeur du marché et à des perspectives de politique monétaire plus difficiles. Le mois a également dérogé à sa tendance saisonnière habituelle : septembre a historiquement été le mois le plus faible pour les actions américaines, l'indice principal reculant en moyenne d'environ 1,1 % à 1,2 % depuis 1928 ; pourtant, l'indice a enregistré un rendement positif cette année, comme ce fut le cas en septembre 2025.

Les marchés restent soutenus par de solides résultats dans certains secteurs, mais les valorisations élevées, la concentration des leaders et les conditions financières restrictives justifient une évaluation plus prudente des risques à court terme. La résilience des indices globaux ne doit pas masquer les dynamiques sous-jacentes plus fragiles du marché, notamment l'écart qui ne cesse de se creuser entre un petit groupe de poids lourds des indices et l'univers boursier dans son ensemble.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

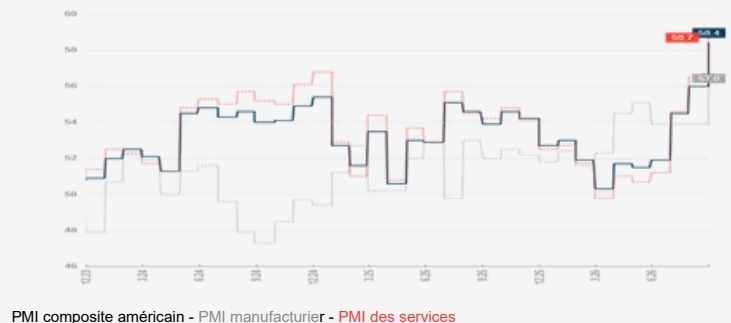
L'économie mondiale continue d'afficher une croissance résiliente, tirée par les États-Unis. La demande des consommateurs, les conditions du marché du travail et l'activité d'investissement restent favorables, tandis que les dépenses liées à la technologie, aux infrastructures numériques et à l'énergie continuent de soutenir les bénéfices des entreprises. D'autres régions connaissent une croissance plus modeste, mais le contexte mondial global reste marqué par l'expansion plutôt que par la récession.

L'inflation reste néanmoins la principale source d'incertitude. Les dernières données américaines sur l'indice PCE ont apporté un certain soulagement à court terme : en août, l'inflation globale a progressé de 3,4 % en glissement annuel, soit un niveau inférieur aux prévisions consensuelles de 3,7 %, tandis que l'indice PCE sous-jacent s'est établi à 3,0 % en glissement annuel et a augmenté de 0,2 % en glissement mensuel — des chiffres également plus modérés que prévu. Cette publication a atténué les anticipations du marché concernant une hausse des taux de la Fed à court terme.

Toutefois, les pressions sous-jacentes sur les prix restent supérieures aux objectifs des banques centrales dans de nombreuses économies développées, l'inflation des services et la croissance des salaires s'avérant persistantes. La hausse des prix de l'énergie et les risques géopolitiques pesant sur les principales voies d'exportation de pétrole compliquent encore la situation, augmentant le risque que les anticipations d'inflation deviennent plus difficiles à contenir et que la politique monétaire reste restrictive plus longtemps.

Cela a entraîné un changement significatif dans la perception du régime de politique monétaire. En début d'année, les investisseurs s'attendaient à un revirement vers une politique accommodante et à un cycle d'assouplissement progressif. Les marchés anticipent désormais de plus en plus un environnement de taux élevés plus longtemps, les banques centrales conservant une orientation restrictive et la possibilité d'un resserrement supplémentaire de la politique monétaire. Ce changement a poussé les rendements nominaux et réels à la hausse et plaide en faveur d'une discipline continue en matière d'exposition à la duration.

Graphique 4 : Indice des directeurs d'achat (PMI) américain



Le contexte des marchés actions devient également plus sélectif. Les indices de référence restent proches de leurs plus hauts, mais la divergence entre les performances pondérées en capitalisation et celles pondérées de manière égale signale un rétrécissement du leadership sur les marchés. Un petit groupe de grandes capitalisations technologiques et de titres bénéficiant de l'intelligence artificielle continue de tirer les rendements des indices, tandis qu'un éventail plus large de secteurs et de titres peine à suivre le rythme. Cette moindre diversité, combinée à des valorisations élevées et à des positions surchargées sur les thèmes en vogue, rend les marchés plus vulnérables aux déceptions en matière de bénéfices, d'inflation ou d'anticipations de taux d'intérêt.

Dans ce contexte, nous avons adopté une attitude plus prudente dans notre positionnement. Nous conservons une vision constructive à long terme sur les actions, soutenue par une activité résiliente et des tendances d'investissement structurelles, mais nous mettons davantage l'accent sur la diversification, la discipline en matière de valorisation et la résilience face aux baisses. Nous privilégions les entreprises présentant une croissance visible des bénéfices, des bilans solides et un pouvoir de fixation des prix, tout en restant attentifs aux risques liés à la hausse des rendements réels et à une concentration croissante du leadership sur les marchés.

Du côté des titres à revenu fixe, nous restons prudents quant à la duration et conservons une sous-pondération globale des obligations. Les obligations d'État à long terme restent vulnérables à une inflation persistante, à des besoins d'émission élevés et à des primes de terme plus importantes. Nous privilégions une exposition limitée et ciblée sur les échéances plus courtes, où les rendements offrent un carry plus attractif par rapport au risque de taux.

Les actifs alternatifs continuent de jouer un rôle important dans le portefeuille. La dispersion croissante entre les régions, les secteurs, les titres individuels et les classes d'actifs devrait créer un éventail d'opportunités plus large pour les stratégies actives, notamment les approches macroéconomiques mondiales, de suivi de tendance, multi-stratégies et actions long/short. Ces expositions peuvent apporter de la diversification et réduire la dépendance à l'égard de la relation traditionnelle entre actions et obligations dans un environnement où ces deux classes d'actifs pourraient subir la pression d'une inflation plus élevée et de la hausse des taux réels.

ACTIVITÉ DU PORTEFEUILLE

L'activité du portefeuille a légèrement augmenté en septembre, alors que nous avons ajusté le profil de risque global en réponse à une dynamique de marché plus faible sous-jacente à des indices globaux qui restent résilients. Nous avons légèrement réduit notre allocation en actions, reflétant le resserrement de l'ampleur du marché, la hausse des rendements réels et les perspectives de politique monétaire de plus en plus restrictive. Cet ajustement était mesuré plutôt que directionnel, car la résilience de l'activité économique et les tendances des bénéfices continuent de soutenir les actions à moyen terme.

Parallèlement, nous avons réduit la sensibilité au marché au sein de notre allocation en actions en intégrant une stratégie « long/short » sur les actions mondiales. Cette allocation vise à préserver notre exposition à un environnement boursier favorable, mais plus sélectif, tout en réduisant notre dépendance vis-à-vis du bêta global du marché. La stratégie devrait également tirer parti d'une plus grande dispersion entre les secteurs et les entreprises individuelles, car la hausse des taux, les tendances divergentes des bénéfices et des valorisations plus différenciées créent des opportunités supplémentaires en matière de sélection des titres.

Nous avons également réorienté une partie de notre exposition régionale aux actions vers les États-Unis, financée par des réductions en Europe et sur les marchés émergents. Les États-Unis continuent d'offrir la combinaison la plus solide entre résilience économique, qualité des bénéfices et exposition aux thèmes d'investissement structurels liés à la technologie et à l'intelligence artificielle. Néanmoins, les marchés émergents restent surpondérés dans nos portefeuilles.

En matière de revenus fixes, nous avons maintenu une approche très prudente vis-à-vis de la durée, en ouvrant une petite position sur la partie courte de la courbe des obligations d'État dans les devises de référence respectives, concentrée sur le segment des échéances de un à trois ans. Cela offre un carry plus attractif avec une sensibilité limitée à de nouvelles hausses des rendements à long terme. Nous restons sous-pondérés en obligations dans l'ensemble, compte tenu de la persistance de l'inflation, du risque de nouveaux resserrements monétaires, d'émissions souveraines importantes et de rendements réels élevés.

Les actifs alternatifs restent surpondérés et constituent une composante de plus en plus importante de la construction des portefeuilles. Nous pensons que la dispersion accrue entre les classes d'actifs et au sein de celles-ci devrait favoriser les opportunités pour les stratégies alternatives actives. Les allocations aux stratégies macroéconomiques mondiales, de suivi de tendance, multi-stratégies et actions long/short devraient être bien positionnées pour naviguer dans un environnement de marché caractérisé par une croissance régionale divergente, des anticipations de politique monétaire changeantes, des taux plus élevés et des performances boursières de plus en plus différenciées.

Les actifs alternatifs restent surpondérés et constituent une composante de plus en plus importante de la construction des portefeuilles. Nous pensons que la dispersion accrue entre les classes d'actifs et au sein de celles-ci devrait favoriser les opportunités pour les stratégies alternatives actives. Les allocations aux stratégies macroéconomiques mondiales, de suivi de tendance, multi-stratégies et actions long/short devraient être bien positionnées pour naviguer dans un environnement de marché caractérisé par une croissance régionale divergente, des anticipations de politique monétaire changeantes, des taux plus élevés et des performances boursières de plus en plus différenciées.

Dans l'ensemble, les portefeuilles restent positionnés de manière à trouver un équilibre entre la participation à une conjoncture économique et à des bénéfices résilients, et une plus grande prudence vis-à-vis d'une exposition globale au marché. Nous continuons à privilégier le maintien de la flexibilité, la maîtrise du risque de durée et la diversification des sources de rendement, alors que le marché passe d'une dynamique généralisée à une phase plus sélective et potentiellement plus volatile.

	31/12/2024	31/12/2025	30/09/2026	Depuis le début du trimestre	Depuis le début de l'année
Rendements (%)				Δ En points de base	Δ En points de base
États-Unis 3 mois	4,31	3,63	4,11	30	48
Taux allemand à 3 mois	2,49	1,99	2,48	27	48
Taux américain à 2 ans	4,24	3,47	4,89	71	141
Obligations allemandes à 2 ans	2,08	2,12	3,20	68	108
Taux américain à 10 ans	4,57	4,17	5,28	82	112
Obligations allemandes à 10 ans	2,36	2,85	3,59	73	73
Devises				Δ En %	Δ En %
EUR/USD	1,0354	1,1746	1,1330	(0,8)	(3,5)
USD/CHF	0,9074	0,7926	0,8358	3,4	5,5
EUR/CHF	0,9401	0,9307	0,9469	2,6	1,7
GBP/USD	1,2516	1,3475	1,3265	0,0	(1,6)
Matières premières				Δ En %	Δ En %
Pétrole (WTI)	71,7	57,4	90,4 \$	30,1	57,5
Cuivre	402,7 \$	568,2	662,2 \$	6,9	16,5
Or	2 625 \$	4 319	4 157 \$	3,7	(3,7)

DISCLAIMER. The Forum Finance Group S.A. (Forum Finance) is authorised by FINMA as asset manager and registered with the SEC as investment adviser. Although every care has been taken by The Forum Finance Group S.A. to ensure the accuracy of the information published, no warranty can be given in respect of the accuracy, reliability, up-to-datedness, or completeness of this information. Forum Finance disclaims, without limitation, all liability for any loss or damage of any kind, including any direct, indirect, or consequential damages, which might be incurred through the use of this document. The entire content of this document is subject to copyright with all rights reserved. You may not reproduce (in whole or in part), transmit (by electronic means or otherwise), modify, or use for any public or commercial purpose this document without the prior written permission of Forum Finance. Please go to www.forum.finance for our full disclaimer.