

Le bruit des taux, la force des fondamentaux.

01

La hausse des taux longs, nourrie par la Fed, le pétrole et la dette liée à l'IA, a privé les portefeuilles de leur amortisseur obligataire.

02

La croissance reste robuste, mais une inflation tenace empêche toute détente des taux à court terme.

03

La croissance des bénéfices s'élargit au-delà de la tech et devrait permettre aux marchés d'absorber la volatilité des midterms.

01

Septembre : la tech et le pétrole, seules exceptions

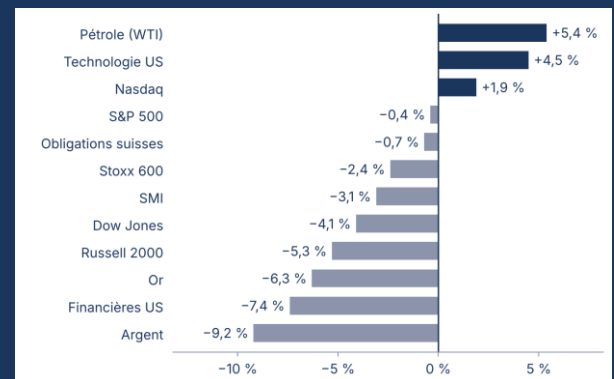
Septembre a été fidèle à sa réputation de mois volatil. Avec cette année une double particularité : une forte corrélation à la baisse entre les classes d'actifs, et une dispersion extrême au sein des marchés actions. À Wall Street, le S&P 500 termine quasiment stable (-0,4 %), soutenu par une poignée de grandes valeurs technologiques. Depuis fin juillet, près de 93 % de sa progression s'explique par seulement cinq titres, ce qui souligne la forte concentration de la performance. Le Nasdaq a gagné 1,9 % sur le mois, tandis que le Dow Jones a reculé de 4,1 % et le Russell 2000 de 5,3 %. L'Europe a été davantage sous pression, avec un Stoxx 600 en baisse de 2,4 %, un DAX à -4,0 %, un CAC 40 à -4,2 % et un SMI à -3,1 %. Depuis le début de l'année, le bilan reste toutefois solide, avec une hausse de 12,7 % pour le S&P 500 et de 10,2 % pour le Stoxx 600.

La dispersion sectorielle a été extrême. Aux États-Unis, seuls la technologie (+4,5 %) et les services de communication (+4,3 %) progressent, portés par la thèse d'investissement autour de l'intelligence artificielle. À l'inverse, les financières (-7,4 %), les matériaux (-6,8 %) et l'immobilier (-6,2 %) reculent nettement. Le style value a logiquement décroché : le MSCI US Value perd 2,0 % quand le MSCI US Growth gagne 1,3 %. En Europe, où la technologie

(+5,7 %) et l'énergie (+4,9 %) sont les seuls secteurs en hausse, value et croissance ont reculé de concert.

Septembre : presque tout a baissé en même temps

Performance sur le mois, en %. Seuls la technologie et le pétrole ont progressé.



Sources : données de marché, Banque Heritage. Performances en monnaie locale, au 30.09.2026.

Le véritable choc est venu du marché obligataire. Le rendement du Trésor américain à 10 ans a bondi à 5,27 %, contre 4,17 % fin 2025, et celui du Bund allemand atteint 3,58 % (2,85 % fin 2025). Trois facteurs l'expliquent : la Réserve fédérale, qui a relevé ses taux et annoncé d'autres hausses ; les craintes inflationnistes liées au pétrole ; et l'ampleur des émissions de dette destinées à financer les infrastructures d'IA. Résultat : les obligations souveraines, aux États-Unis comme en Europe, et le crédit ont corrigé. Seules les obligations suisses ont relativement bien résisté (-0,7 % pour le Swiss Bond

Index). Pour les portefeuilles diversifiés, le mois a donc été compliqué : actions et obligations ont reculé en même temps, privant les investisseurs de l'amortisseur traditionnel.

L'or n'a pas joué son rôle de valeur refuge. Il recule de 6,3 % sur le mois, à 4 157 dollars l'once, pénalisé par la hausse des taux réels et par la fermeté du dollar, qui gagne 3,4 % face au franc suisse. L'argent (-9,2 %) et le palladium (-11,5 %) ont été encore plus durement touchés. Parmi les matières premières, seule l'énergie progresse. Le pétrole WTI gagne 5,4 % à 90 dollars, et près de 55 % depuis janvier, sur fond de blocage des discussions entre les États-Unis et l'Iran. Dans un mois où presque toutes les classes d'actifs ont reculé, la technologie et le pétrole ont fait figure d'exceptions.

02

Une croissance robuste, un casse-tête pour les taux

Le contraste avec les marchés est assez net. Malgré le resserrement des conditions financières récemment amorcé aux États-Unis, les données économiques continuent de témoigner d'une activité robuste. Aux États-Unis, la croissance du deuxième trimestre a été révisée à 2,2 %, contre une estimation précédente de 1,5 %. La consommation reste bien orientée, comme l'illustre la hausse de 1,2 % des ventes au détail en août, supérieure aux attentes. Les enquêtes d'activité confirment cette dynamique. En septembre, le PMI manufacturier américain s'établit à 55,9 et celui des services à 58,8, tous deux nettement au-dessus du seuil de 50 qui sépare expansion et contraction. Selon S&P Global, ces enquêtes sont cohérentes avec une croissance d'environ 4 % au troisième trimestre, une dynamique également confirmée par le modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta, qui estime actuellement la croissance à 3,7 %.

L'Europe montre également des signes d'amélioration. Le PMI manufacturier de la zone euro s'établit à 52,9 en septembre, son plus haut niveau depuis mai 2022, et celui des services à 53,0, confirmant une expansion plus homogène de l'activité. L'Allemagne donne des signes de stabilisation, avec un indice IFO en hausse à 89,9 et un PMI manufacturier à 53,8. Après plusieurs trimestres de croissance hésitante, la dynamique européenne semble donc se redresser

progressivement. Seule ombre au tableau, la France décroche : son PMI manufacturier est tombé à 50,3 en septembre, et elle devrait être la seule des principales économies européennes à voir son taux de chômage augmenter en 2026, à 8,6 % attendu en fin d'année.

Du côté du marché de l'emploi américain, le ralentissement se poursuit, mais il s'agit davantage d'une normalisation que d'une dégradation. Les chiffres mensuels sont volatils. Après un rebond à 162 000 créations en août, septembre n'en a compté que 29 000, et les révisions successives brouillent la lecture. Le taux de chômage, plus stable, reste dans une fourchette étroite de 4,1 % à 4,3 % depuis mars. Le marché du travail revient progressivement vers un rythme plus soutenable, sans rupture brutale, tandis que la consommation et les enquêtes d'entreprises restent suffisamment solides pour absorber cette modération.

Enfin, l'inflation demeure le principal point de vigilance. Les prix à la consommation américains ont progressé de 3,4 % sur un an en août, tandis que l'inflation sous-jacente mesurée par le PCE reste proche de 3 %, soit au-dessus de l'objectif de 2 % de la Fed. Les enquêtes PMI montrent par ailleurs que les pressions sur les prix se renforcent aussi bien aux États-Unis qu'en Europe. C'est précisément cette combinaison d'une croissance encore solide et d'une inflation qui tarde à converger vers les objectifs des banques centrales qui maintient la pression sur les taux longs. Le scénario macroéconomique reste donc favorable à l'activité, mais nettement moins confortable pour les marchés de taux, dans un environnement où les besoins de financement deviennent de plus en plus importants.

03

Quatrième trimestre : laisser passer le bruit, rester sur les fondamentaux

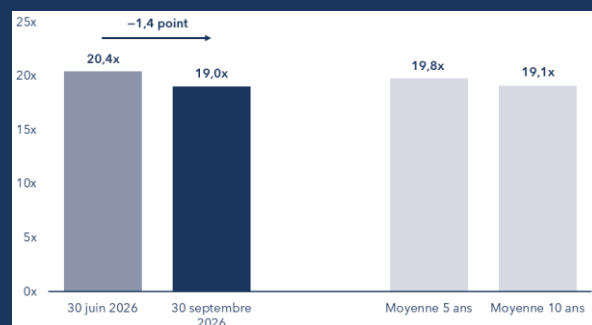
Notre scénario pour la fin d'année reste constructif. Les taux sont élevés, mais la croissance nominale l'est davantage. Avec un PIB nominal qui progresse de plus de 6,5 % en rythme annualisé et un 10 ans américain autour de 5,3 %, l'économie génère des revenus plus vite que n'augmente le coût de son financement. La hausse des taux doit par ailleurs être

relativisée. Malgré leur remontée depuis janvier, de 4,18 % à 5,3 % pour le 10 ans américain et de 3,47 % à 4,7 % pour le 2 ans, ils restent inférieurs à leurs moyennes de long terme (5,8 % et 4,95 %). Surtout, la situation n'a rien à voir avec le dernier épisode de 2022. Les obligations américaines à 10 ans abordaient alors la hausse des taux avec un rendement de 1,75 % seulement et avaient perdu 13 %, leur pire année jamais enregistrée. Aujourd'hui, un rendement de départ de 4,2 % amortit beaucoup mieux le choc. Le portage est redevenu un véritable coussin pour les portefeuilles.

Les bénéfices des entreprises restent notre principal point d'appui. Selon FactSet, les sociétés du S&P 500 pourraient publier une croissance de leurs bénéfices de 29,5 % au troisième trimestre, contre 26,7 % attendus fin juin. Fait inhabituel, les analystes ont relevé leurs estimations au cours du trimestre. Autre signal encourageant, la croissance des bénéfices ne repose plus uniquement sur les grandes valeurs technologiques : pour le quatrième trimestre, les analystes attendent davantage de croissance des 493 autres sociétés de l'indice que des « Sept Magnifiques ». La croissance attendue atteint 27,6 % pour ce quatrième trimestre, et 32,4 % pour l'ensemble de 2026. Tant que les résultats progressent à ce rythme, ils devraient permettre d'absorber des coûts de financement plus élevés. Les publications du troisième trimestre, qui débutent à la mi-octobre, en seront un premier test. Nous resterons attentifs à la dispersion. Les secteurs sensibles aux taux et les entreprises les plus endettées demeurent les plus exposés. La valorisation, autour de 20 fois les bénéfices attendus pour le S&P 500, laisse par ailleurs moins de marge d'erreur, malgré une progression de l'indice cette année entièrement expliquée par la croissance des bénéfices.

Une valorisation revenue vers sa moyenne

PER à 12 mois du S&P 500. Les bénéfices attendus ont progressé plus vite que les cours.



Source : FactSet, Earnings Insight, 2 octobre 2026. Banque Heritage.

À court terme, le principal nuage est politique. Les élections de mi-mandat du 3 novembre s'annoncent serrées, et les marchés n'aiment guère l'incertitude : les semaines qui précèdent ce type de scrutin sont souvent agitées, et une hausse de la volatilité ne nous surprendrait pas. L'histoire invite pourtant à garder son calme. Ces élections ont presque toujours la même issue : le parti du président perd du terrain au Congrès, ce qui a été le cas à la Chambre des représentants dans près de neuf scrutins sur dix depuis 1914. Il en résulte en général un pouvoir plus divisé et une activité législative ralentie. Paradoxalement, c'est une bonne nouvelle pour les marchés, qui y voient moins de risques de changements brutaux. Une fois l'élection passée, les actions ont d'ailleurs le plus souvent progressé. Le S&P 500 a progressé après 23 des 25 dernières élections de mi-mandat, avec un gain moyen proche de 20 % dans les trois trimestres suivants.

Le passé ne préjuge évidemment pas de l'avenir, et chaque élection a son contexte propre. Mais l'incertitude politique tend généralement à se dissiper aussi vite qu'elle est apparue. Les marchés se recentrent alors sur ce qui guide réellement les cours, à savoir les bénéfices, la croissance et la politique monétaire. Nous restons investis et attentifs. Si la volatilité liée aux élections se matérialise, elle constituera davantage une occasion de renforcer des positions de qualité qu'une raison de modifier notre scénario.