

PROBUS  PLEION

Lettre mensuelle

Octobre 2026

À votre service depuis 1980





SOMMAIRE

- | | | |
|--|--|----------------------------------|
| 2 Editorial | 4 Les marchés financiers au cours du mois | 6 Résumé des performances |
| 3 Évaluation de la situation économique | 5 Commentaires sur les décisions de placement | 7 Contacts & disclaimer |

Editorial

Le marché perd patience face à la dette française

La dette française dévisse dans un marché déjà agité

Si la détérioration de l'endettement de la France est tout sauf une nouveauté, la trajectoire des OAT (Obligations assimilables au Trésor) est entrée depuis le début du mois de septembre dans une nouvelle dimension. Le spread de crédit OAT/Bund, à savoir le surplus de rendement exigé sur la dette gouvernementale française par rapport à la dette gouvernementale allemande, a franchi plusieurs paliers ces dernières semaines, atteignant un plus haut depuis la crise de l'euro en 2012.

Alors qu'auparavant le spread se négociait entre 20 et 40 points de base, à savoir entre 0.2% et 0.4%, il est brusquement (et fort logiquement) remonté dans la foulée de la dissolution surprise de l'Assemblée nationale du 9 juin 2024, pour se traiter dans une bande de fluctuation de 60 à 80 points de base. Mais sur le mois, ce spread a explosé de 42 points de base et se traite désormais à plus de 130! L'incapacité des politiques à prendre des mesures à même de réduire le déficit budgétaire et la perspective d'un second tour à la présidentielle de 2027 entre le RN et la LFI sont autant de raisons derrière ce dernier mouvement.

Le surplus de rendement exigé sur l'OAT 10 ans vs. le Bund



Source: Bloomberg

La forte hausse des rendements aggrave encore la facture

Comme si cela ne suffisait pas, l'explosion du spread de crédit des OAT se déroule dans un contexte de hausse généralisée des rendements. En absolu, le rendement à 10 ans du Bund est monté de 0.26%, ce qui ajouté à la hausse du spread Bund/OAT a poussé le rendement à 10 ans du dernier de 0.68% de plus en à peine un mois! A ce rythme, le niveau des 5% n'est plus si éloigné pour le 10 ans OAT...

Qu'attendre pour la suite?

A la suite de la crise de l'euro en 2012, plusieurs outils de soutien financier ont été mis en place, notamment celui du Mécanisme européen de stabilité, pour éviter qu'un état membre ne fasse défaut. Mais pour en bénéficier deux conditions sont requises, à savoir un engagement en faveur de l'appartenance à la zone euro et une volonté de se conformer au cadre budgétaire de l'Union européenne et de mettre les finances publiques sur une trajectoire viable à moyen terme. Connaissant l'entêtement de la classe politique française sur le sujet des finances, il y a fort à parier que le marché continuera d'exiger de plus en plus de rendement sur les OAT, jusqu'à obtenir un changement de cap. Mais jusqu'où?

Quelles conséquences attendre sur les marchés?

La France est connue pour n'agir que lorsqu'une (très) grave crise éclate. Les marchés financiers, tant honnis par la gauche, «siffleront» prochainement «la fin de la récréation». La question est de savoir si ce sera en 2026, ou à l'approche des élections de 2027. D'ici-là, il faudra encore rester en dehors du marché des OAT.



Kim Muller
CIO (Suisse)



Evaluation de la situation économique

Les anticipations d'inflation augmentent un peu partout et poussent fortement les rendements obligataires à la hausse. Les cours de l'énergie et du carburant en particulier atteignent des sommets, tant en Europe qu'aux Etats-Unis, faisant craindre des mouvements sociaux. Le pouvoir d'achat du consommateur souffre, surtout en Europe.

Malgré l'inflation, l'énergie et les taux, l'économie US va bien

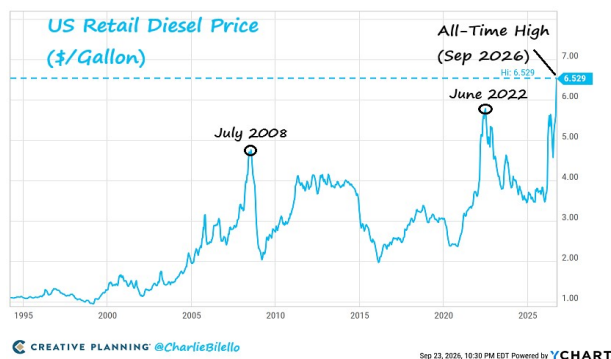
Si une partie de la population américaine souffre de l'inflation, notamment celle du prix des carburants, la consommation privée prise dans son ensemble continue d'afficher une croissance solide. D'un côté on a le sentiment du consommateur au plus bas depuis plus de 12 ans et de l'autre des ventes de détail en hausse de 6% sur base annuelle. Comment l'expliquer? Il faut regarder du côté le plus nanti de la population, qui bénéficie d'un effet de richesse très important en provenance du marché des actions. L'endettement moyen reste bien plus bas qu'au cours de la décennie précédente et l'exposition moyenne au marché des actions (pour ceux qui en ont) au plus haut historique. De plus l'investissement massif dans la construction de l'infrastructure IA contribue à la croissance économique de manière notable, de même que les dépenses gouvernementales. La croissance débutée en avril 2020 peut donc se poursuivre encore pendant quelques trimestres.

U.S. Economic Expansions (1949 - 2026)			
US Expansion Period	# Months	Cumulative Real GDP (%)	Annualized Real GDP (%)
Apr 2020 to Jun 2026	74	28%	4.1%
Jun 2009 to Feb 2020	128	29%	2.4%
Nov 2001 to Dec 2007	73	17%	2.6%
Mar 1991 to Mar 2001	120	42%	3.5%
Nov 1982 to Jul 1990	92	38%	4.3%
Jul 1980 to Jul 1981	12	2%	2.5%
Mar 1975 to Jan 1980	58	20%	3.8%
Nov 1970 to Nov 1973	36	12%	3.9%
Feb 1961 to Dec 1969	106	52%	4.9%
Apr 1958 to Apr 1960	24	11%	5.6%
May 1954 to Aug 1957	39	12%	3.7%
Oct 1949 to Jul 1953	45	24%	5.8%
Averages	67	24%	3.9%

CREATIVE PLANNING Data Source: NBER, YCharts @CharlieBilello

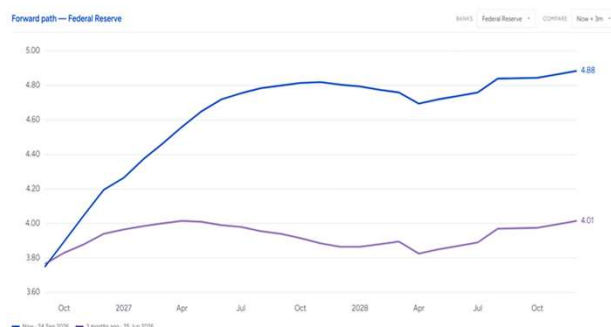
Le cours du diesel ne flambe pas qu'en Europe, mais aussi aux USA

Ceux qui sont forts en mathématiques auront tôt fait de faire la conversion, mais pour les autres un gallon de diesel à 6.53\$ correspond à un litre à 1.53 euros. Bien entendu, ce niveau de prix peut faire rêver bien des européens, mais dans un pays qui applique des taxes bien inférieures à celles du vieux continent, la volatilité des prix à la pompe est mécaniquement bien plus élevée. C'est donc plus l'amplitude de la hausse qui fait mal à bien des consommateurs US, tout en gardant à l'esprit que les distances parcourues et la consommation moyenne des véhicules y est bien supérieure à ce qui se pratique de ce côté-ci de l'Atlantique. Et la possibilité évoquée de bloquer l'exportation de diesel américain ne modifiera pas la donne.



Le marché s'attend désormais à 3-4 hausses de taux par la Fed

Il y a à peine trois mois, le marché se positionnait pour une seule hausse de taux d'ici la fin de l'année et pour un statu quo en 2027 et 2028. Le discours une nouvelle fois restrictif de Kevin Warsh lors de la réunion de septembre, ainsi que les projections économiques de la Fed (légèrement) révisées à la hausse, ont changé la donne. Actuellement, le positionnement reflète des attentes de 3-4 hausses de taux supplémentaires d'ici la fin du premier semestre 2027, ce qui pourrait à notre avis bien s'avérer en finalité exagéré.



Qu'en est-il de la politique monétaire de la BNS?

Lors de sa dernière réunion du 24 septembre, la BNS a sans surprise maintenu son taux directeur à 0%. La pression inflationniste à moyen terme ne s'est que légèrement accentuée par rapport à juin. La politique monétaire de la BNS est appropriée pour maintenir l'inflation dans la plage de stabilité des prix et soutient l'activité. Au besoin, la BNS est en outre disposée à intervenir sur le marché des changes afin de garantir des conditions monétaires appropriées selon ses termes. Le tout récent accès de faiblesse de la monnaie unique ne fait que confirmer qu'une hausse des taux n'est pas d'actualité.



Les marchés financiers au cours du mois

Les marchés actions, à l'exception notable du Nasdaq, ont terminé le mois en territoire négatif. La remontée majeure des rendements obligataires a pesé lourdement sur les valorisations, alors que le dollar s'appréciait.

Le mois de septembre fidèle à sa mauvaise réputation

Sans surprise, le mois de septembre a de nouveau été maussade pour les marchés actions, sans toutefois que les baisses aient été marquées au niveau des indices larges. Sous la surface, certains secteurs ont été bien plus pénalisés que d'autres et fort logiquement, les plus exposés aux taux d'intérêt et à l'énergie ont été les plus malmenés. Les services publics, l'immobilier, la consommation discrétionnaire ou encore les transports ont souffert, alors qu'à l'opposé le secteur technologique s'est distingué. L'engouement autour de l'IA s'est relancé, notamment grâce au succès fulgurant de la nouvelle application Muse lancée par Meta. En dehors de ce thème, pas de gagnants! Même le secteur de l'énergie s'est quelque peu replié, alors que les cours du pétrole et des carburants en particulier restent tout proche de leurs sommets récents. Si l'on se fie à l'historique, le mois d'octobre devrait être plus porteur et nous amener dans le trimestre le plus favorable.

Les taux longs au plus haut depuis 20 ans ou plus (sauf en Suisse)

Un record d'émissions d'obligations gouvernementales, des déficits budgétaires importants, voire très importants, des prix de l'énergie en hausse et donc une inflation en reprise ont été autant d'éléments derrière la hausse majeure des rendements obligataires durant le mois. Pour les maturités à 10 ans, il faut remonter à 2008 pour le Bund allemand, à 2002 pour les bons du Trésor US et pour les OAT et au siècle passé pour les JGB japonais pour retrouver de tels niveaux de rendements. A notre sens, il se pourrait bien que les marchés financiers aient quelque peu sur-réagi et qu'un pic intermédiaire se matérialise très prochainement. Alors pourquoi ne pas saisir rapidement ces «opportunités»? Pour la simple raison que depuis quelques années, la corrélation entre obligations longues et les actions est assez fortement positive et donc qu'acheter de la duration ajoute du risque au portefeuille au lieu d'en enlever.

Les européens acheteurs nets d'or via ETFs depuis la fin juin 2026

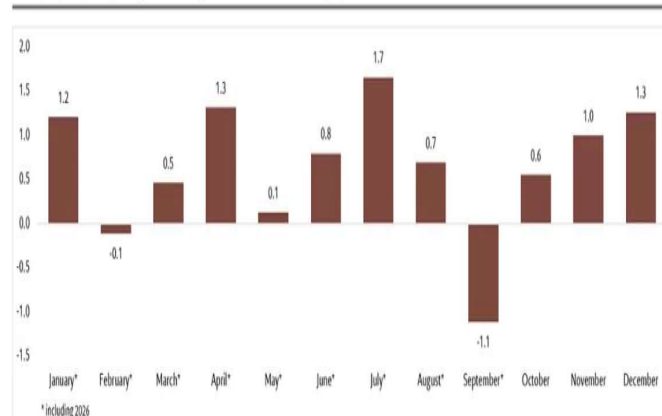
Bien que la tendance ait été plutôt à la baisse sur le mois de septembre, notamment dans la foulée du discours du président de la Fed à Jackson Hole à fin août, les dernières données confirment que la demande d'or via les ETFs est demeurée solide tout au long du troisième trimestre.

Les investisseurs européens en particulier ont accumulé des positions sans discontinuer sur base hebdomadaire, démontrant au besoin que l'intérêt pour le métal jaune n'est pas l'apanage exclusif des banques centrales ou encore des investisseurs asiatiques.

En 2026, la plus forte croissance de la demande d'investissement provient de Singapour, mais à la huitième place et à la 1^{ère} au niveau européen, on trouve la France, immédiatement suivie de la Grande-Bretagne. Tiens, tiens...

Les performances historiques par mois

S&P500: Index average monthly returns since 1928 (%)



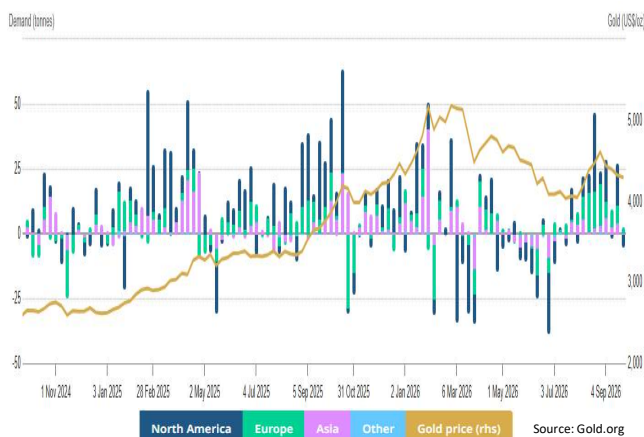
Source: FactSet/Pictet

UST (bleu), OAT (vert), Bund (jaune) et JGB (violet)



Source: Bloomberg

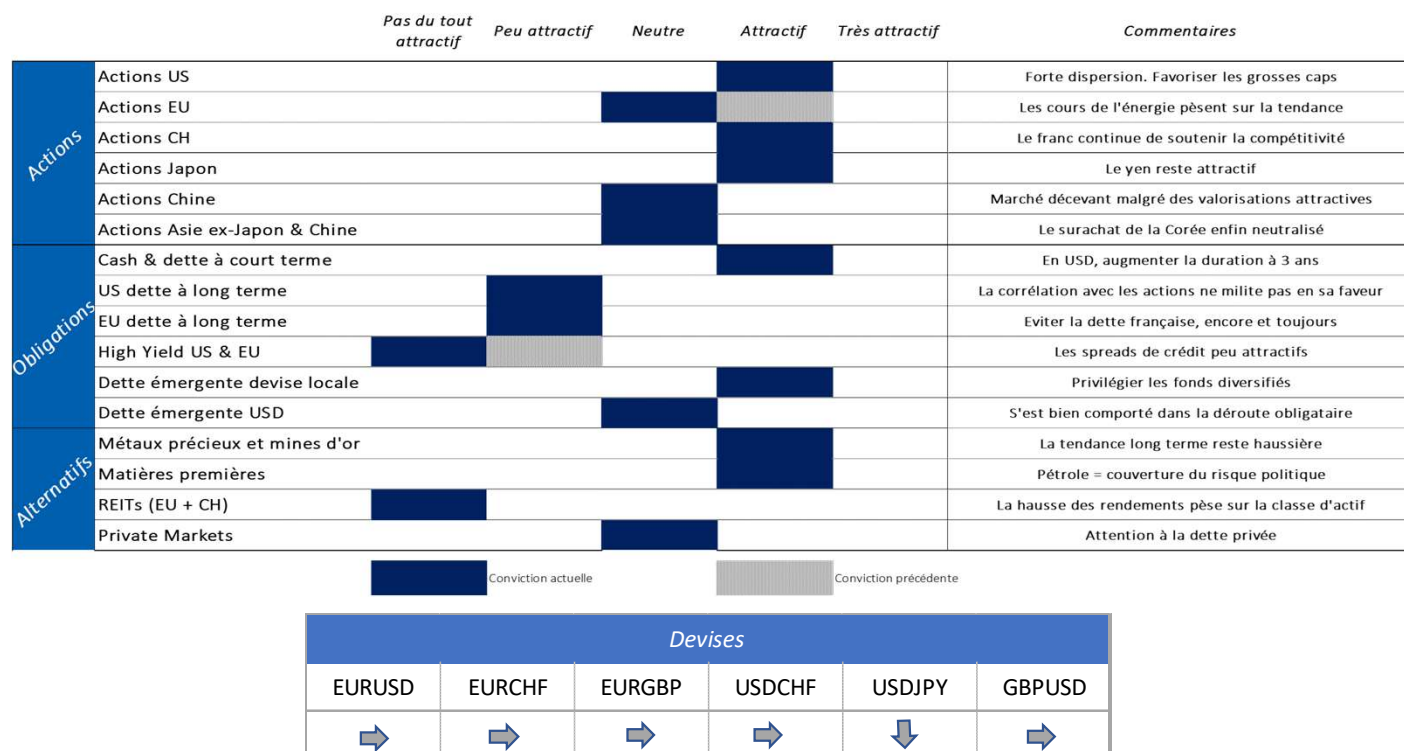
La demande d'or en provenance des ETFs se maintient



Source: Gold.org



Nos convictions



Commentaires sur les décisions de placement

Si les mouvements baissiers des indices ont été mesurés, les rotations sectorielles ont été plus marquées. Les rendements longs atteignent des sommets de 20 ans ou plus, mais la corrélation positive avec les actions freine nos ardeurs. Le dollar se renforce, mais sans excès, alors que l'or souffre quelque peu. Le baril reste à niveau élevé.

Actions

Sans modifier notre allocation et en restant donc légèrement surpondéré, nous avons tenté de tirer profit des mouvements de marché pour rebalancer tant nos allocations géographiques que sectorielles. Nous avons réduit l'exposition à la Chine, en raison de faiblesses persistantes et avons renforcé l'exposition au marché américain. Nous en avons fait de même avec les actions européennes, mais dans une moindre mesure. Au niveau sectoriel, nous avons renforcé l'allocation au secteur technologique et avons coupé celle au secteur des services publics.

Obligations

Comme évoqué précédemment, la forte hausse des rendements les a amenés à des niveaux que l'on n'avait plus connu depuis plus de vingt ans. A certains égards, cette hausse semble potentiellement excessive et il pourrait être tentant de s'exposer sur des durées longues. Cependant, ajouter de la durée ne fait qu'ajouter du risque aux portefeuilles et nous nous satisferons d'une légère augmentation des durées en USD, d'un peu plus de deux ans pour atteindre trois ans.

Métaux précieux, immobilier coté en bourse (REIT)

La répétition du message restrictif de la Fed, tant à fin août qu'à la dernière réunion de septembre a pesé sur la tendance court terme de l'or. Le renforcement du dollar n'a pas non plus aidé le métal jaune, mais en finalité les cours ont relativement bien résisté dans cet environnement peu porteur. En revanche, les REITs européens ont continué de souffrir dans un contexte de poursuite marquée de la hausse des rendements, atteignant là aussi des valorisations que l'on peut considérer comme très déprimées. Nous attendons toujours un renversement de cette tendance avant de revenir sur les REITs.

Devises

Le marché des changes a été relativement calme en comparaison de celui des obligations, même si l'on peut constater que le dollar a poursuivi son redressement. Le yen a été ballotté, mais est néanmoins parvenu à gagner 1.5% contre le billet vert, alors que le franc a été sur le mois la devise la plus faible. Cependant, le tout début du mois d'octobre a vu la monnaie unique perdre la moitié de son gain annuel contre notre devise en seulement une journée...



Résumé des performances

Les performances actions

Equity Indices	Last	1m Return (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
SWISS MARKET INDEX	13830.3	-3.1	7.5	17.7
STXE 600 (EUR) Pr	634.9	-2.4	10.2	17.4
CAC 40 INDEX	7964.5	-4.2	0.6	4.2
DAX INDEX	25199.2	-4.0	2.9	5.5
FTSE 100 INDEX	10606.0	-2.0	9.5	17.0
Euro Stoxx 50 Pr	6269.0	-2.2	11.0	16.7
DOW JONES INDUS. AVG	50906.1	-4.1	7.2	11.5
S&P 500 INDEX	7651.5	-0.3	12.7	15.7
NASDAQ COMPOSITE	26861.1	1.9	16.1	19.3
RUSSELL 2000 INDEX	2796.9	-5.3	13.9	16.4
TOPIX INDEX (TOKYO)	4108.7	-0.3	23.1	33.9
FTSE CHINA A50	14047.1	-5.2	-6.4	-4.8
Global Index	1134.8	-1.1	13.4	17.2

Les performances des obligations, des devises et des matières premières

Fixed Income Indices	Last	1m Return (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
SBI AAA-BBB	137.1	-0.8	-1.0	-1.6
Euro-Aggregate	240.6	-1.9	-2.5	-2.3
U.S. Aggregate	2280.5	-2.6	-2.9	-1.8
Global Aggregate	487.9	-2.4	-2.7	-2.4

Currency	Last	1m Change (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
CHF	0.836	3.4	5.5	4.9
EUR	1.133	-2.5	-3.5	-3.4
DX	101.451	2.0	3.2	3.8
GBP	1.327	-2.1	-1.6	-1.6
JPY	157.410	-1.5	0.4	7.0
CNY	6.706	-0.2	-4.0	-5.8
CAD	1.423	2.7	3.7	2.1
AUD	0.695	-3.1	4.1	5.1
BRL	5.175	-0.2	-5.8	-2.9
INR	95.828	0.7	6.6	8.0
MXN	18.069	6.3	0.3	-1.7
EURCHF	0.947	0.8	1.7	1.3

Commodity	Last	1m Change (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
Gold	4157.4	-6.3	-3.7	7.5
Silver	60.4	-9.2	-15.7	27.7
WTI	90.4	5.4	57.5	46.4
Copper	662.2	0.4	16.5	35.6
Industrial Metals	176.7	-1.9	8.2	20.0
Agriculture	61.3	-6.1	14.7	14.2

Suisse

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Genève
t +41 22 906 81 81

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Berne
t +41 58 404 29 41

Boulevard de Grancy 1 ♦ 1006 Lausanne
t +41 22 308 18 50

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
t +41 22 906 81 50

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
t +41 27 329 00 30

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier
t +41 27 329 06 83

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zurich
t +41 43 322 15 80

info@probuspleion.ch ♦ www.probuspleion.ch

Luxembourg

2A rue Jean Origer ♦ L-2269 Luxembourg
t +352 262 532 0

info@probuspleion.lu ♦ www.probuspleion.lu

Maurice

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter
Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Baie 30529

République de Maurice
t +230 263 46 46

info@probuspleion.mu ♦ www.probuspleion.mu

Dubai

DIFC ♦ Emirates Financial Towers

South Tower ♦ Office 1101
P.O Box 9519 ♦ Dubaï ♦ Émirats arabes unis

t +971 4 305 8000

info@probuspleion.ae ♦ www.probuspleion.com

Thailande

283/78 15th Floor ♦ Home Place BLDG

Sukhumvit 55 (Soi Thong Lor 13) ♦ Klongton Nua

Wattana ♦ Bangkok 10110 ♦ Thailand

t +66 27 129 660

info@probuspleion.com ♦ www.probuspleion.com



www.probuspleion.com

Disclaimer: This document has been prepared using sources believed to be reliable but should not be assumed to be accurate or complete. The statements and opinions it incorporates were formed after careful consideration and may be subject to change without notice. The author and distributors of this document expressly disclaim any and all liability for inaccuracies it may contain and shall not be held liable for any damage that may result from any use of the information presented herein. Past performance is not indicative of future results. Values of an investment may fall as well as rise. This document is intended for information purposes only and should not be construed as a recommendation, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any investment products or services. The use of any information contained in this document shall be at the sole discretion and risk of the user. Prior to making any investment or financial decisions, an investor should seek individualized advice from his/her financial, legal and tax advisors that consider all of the particular facts and circumstances of an investor's own situation.

DIFC: This document is directed at Professional Clients as defined under the rules and regulations of the Dubai Financial Services Authority (DFSA). Probus Pleion Middle East Limited is regulated by the DFSA.

Switzerland: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). Pleion SA is regulated by the FINMA.

Mauritius: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Financial Services Commission (FSC).

Luxembourg: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Grand-Duchy of Luxembourg. Clients' data is protected under the REGULATION (EU) 2016/679 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 April 2016 on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data, and repealing Directive 95/46/EC (General Data Protection Regulation).

Data Privacy Policy Important Notice: Companies within the Probus Pleion Group recognize the importance of keeping the personal data of its customers and other counter-parties confidential and protecting their privacy rights. While each company within the Probus Pleion Group has its own privacy policy in accordance with the applicable standards, you may access Probus Pleion Group global privacy policy at the following url: <https://www.probuspleion.com/data-protection-policy>