

PROBUS  PLEION

Lettre mensuelle

Septembre 2026

À votre services 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

Tout ce que l'on ne voit pas ...

La guidance est devenue reine

Le 12 août dernier, des millions de personnes ont levé les yeux vers le ciel pour observer la première éclipse solaire depuis 1999. L'événement était attendu depuis des années, sa trajectoire calculée à la seconde près et son issue ne faisait aucun doute. Tout le monde savait ce qui allait arriver et pourtant, tout le monde voulait regarder. Quelques jours plus tard, les investisseurs reproduisaient le même rituel lorsque Nvidia publiait ses résultats. La société a finalement annoncé 96.2 milliards de dollars de chiffre d'affaires trimestriel, en hausse de 106% sur un an. En temps normal, de tels chiffres auraient déclenché une euphorie générale, mais dans l'environnement actuel de fortes valorisations, être excellent ne suffit plus: il faut surtout que demain soit encore meilleur qu'aujourd'hui. Le marché ne valorise plus seulement ce qu'une entreprise gagne, il valorise ce qu'il espère qu'elle gagnera et parfois même, par ricochet, ce qu'il pense que les autres investisseurs espèrent. Similairement, deux jours plus tard, Kevin Warsh utilisait à Jackson Hole une expression assez proche pour décrire la relation entre la Fed et les marchés: un « hall of mirrors », où chacun finit par observer le reflet de l'autre.

L'angle mort des marchés ...



Source: IA

Pendant ce temps, le 26 août, très loin des salles de marché, un glacier à plus de 5'000 mètres d'altitude près de la frontière entre le Népal et le Tibet s'effondrait brutalement. Une masse considérable chutait d'environ 1'200 mètres avant de déclencher une catastrophe dans la vallée.

La rupture fut soudaine. Sa préparation, beaucoup moins.

Les marchés fonctionnent parfois de la même manière. L'intelligence artificielle reste sans nul doute l'une des grandes révolutions de notre époque, mais son développement réclame des capitaux gigantesques et les frontières entre fournisseurs, clients et financeurs sont de moins en moins nettes. Nvidia investit dans son écosystème et participe désormais à des initiatives de financement destinées à accélérer les infrastructures de l'IA. Rien de cela ne signifie que la révolution IA soit une bulle prête à éclater, car les ventes, les profits et la demande sont bien réels. Mais c'est justement le problème avec les fissures, tant qu'elles restent sous la glace, personne ne les voit.

Quelles conséquences attendre sur les marchés?

Le marché avait anticipé Nvidia presque au dollar près; il avait en revanche moins anticipé la fissure Warsh. La leçon du mois: si la volatilité implicite se lit sur les calendriers, le risque réel se mesure ailleurs. Rester investi, mais garder un œil sur ce qui ne fait pas encore les gros titres.



Julien MALET

Portfolio Manager



Evaluation de la situation économique

L'emploi américain ralentit, l'IA promet un choc de productivité et Warsh durcit le ton : la Fed privilégie désormais la lutte contre l'inflation à la «forward guidance».

Le marché de l'emploi américain commence-t-il à se fissurer ?

La lettre du mois dernier faisait encore état d'un marché du travail américain résilient. Le rapport publié début août a changé la tonalité: l'économie américaine a détruit 23'000 emplois non agricoles en juillet, le taux de chômage restant à 4.1%. Les pertes se sont concentrées dans l'éducation publique locale et le commerce de détail, alors que la santé continuait de créer des emplois. Un seul chiffre mensuel ne suffit pas à annoncer un retournement, et Kevin Warsh lui-même juge ce marché encore compatible avec le plein emploi. Mais cette faiblesse intervient alors que les entreprises investissent massivement dans l'IA pour gagner en productivité. Pour un investisseur privé, la question devient presque patrimoniale: détenir une exposition aux entreprises captant ces gains de productivité pourrait constituer une forme de couverture contre cette évolution.

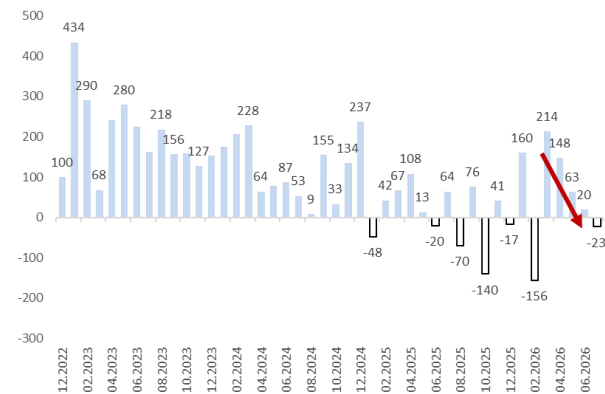
Le pétrole reste sous tension, entre risque géopolitique et espoir de normalisation

Après un mois d'août particulièrement volatil, le WTI est reparti à la hausse pour terminer autour des 86, porté par la reprise des tensions entre les États-Unis et l'Iran et les nouvelles menaces sur le trafic dans le détroit d'Ormuz. Les espoirs de désescalade ont régulièrement provoqué des phases de correction, mais l'offre reste contrainte (graphique 2 montrant le nombre de bateaux traversant le détroit) et les stocks mondiaux continuent de se réduire. A court terme, le biais reste haussier et très dépendant de l'évolution d'Ormuz. En revanche, une normalisation du trafic permettrait au pétrole de revenir en dessous de 80, en ligne avec la valorisation des contrats futurs pour la fin d'année.

La Fed regarde moins le marché... et lui demande de moins regarder la Fed

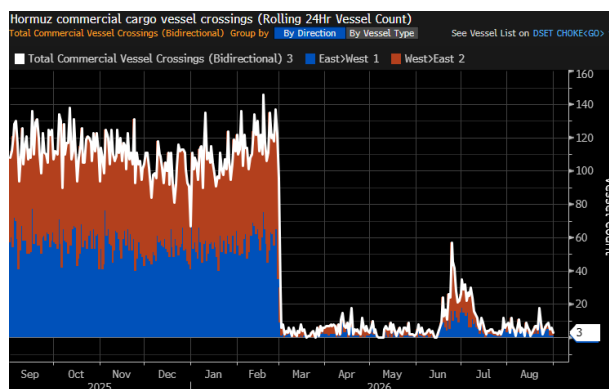
Kevin Warsh a profité de son premier discours de Jackson Hole pour confirmer une rupture avec les habitudes de communication. La «forward guidance», mise en place après 2008, aurait selon lui «dépassé sa durée de vie utile», la Fed devant conserver sa liberté et éviter que chaque mot ne se transforme en promesse. Le message sur l'inflation, lui, fut sans ambiguïté: le PCE progresse de 3.7% sur douze mois et de 4.1% en rythme annualisé sur six mois, bien au-dessus de l'objectif de 2%. La Fed n'a donc guère de raison de crier victoire (graphique 3 montrant le repricing d'une possible hausse de taux en septembre de 44% en cours de mois à 66%).

Créations d'emplois aux Etats Unis (hors agricole)



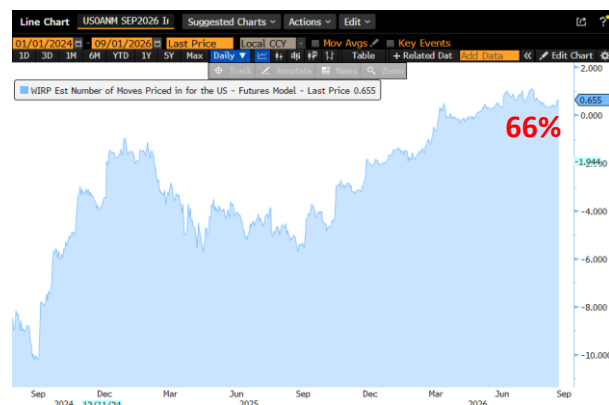
Source: Bloomberg

Détroit d'Ormuz toujours à «l'arrêt»



Source: Bloomberg

Vers une hausse de taux en septembre aux Etats-Unis ?



Source: Bloomberg

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

Août a renforcé le message «lower for longer» de la BNS. Avec un taux directeur actuel de 0% et 94% de probabilité de statut quo pour le meeting de septembre, la Suisse dispose de la devise de financement la moins onéreuse des grandes économies développées. En conséquence, certains investisseurs commencent même à considérer le franc comme une alternative au Yen pour leurs opérations de «carry trade». Le phénomène reste embryonnaire mais pourrait expliquer le recul récent du franc face à l'euro et au dollar, une évolution plutôt bienvenue pour la BNS et les exportateurs.



Les marchés financiers au cours du mois

Les grands indices américains sont restés bien orientés en août, mais leurs performances masquent une dispersion considérable entre titres et secteurs. Les taux longs américains (et pas que) ont, dans le même temps, retrouvé des niveaux plus observés depuis vingt ans.

Le S&P 500 monte. Les actions américaines moins

Parler des «actions américaines» comme d'un ensemble homogène devient de plus en plus réducteur: le 27 août en est presque la caricature. Dans le sillage des résultats de Nvidia, le S&P 500 gagnait environ 0.7%, tandis que Nvidia bondissait de 8.7%. Mais seulement 155 titres du S&P 500 progressaient durant la séance, et dix des onze secteurs terminaient dans le rouge. La concentration actuelle des indices pondérés par capitalisation fait que quelques titres suffisent à modifier la perception d'une séance entière. Dans le sillage de la tech, le secteur industriel est devenu discrètement l'un des secteurs les plus chers de l'indice avec un PE d'environ 25x, porté par l'IA «physique» (infrastructures de data centers, distribution électrique...) et l'explosion des budgets de défense mondiaux. De son côté, l'Europe continue de bénéficier d'une croissance des résultats solide, avec 24% de croissance des résultats pour le STOXX 600 au 2^{ème} trimestre, tandis que les valorisations restent moins tendues qu'aux États-Unis.

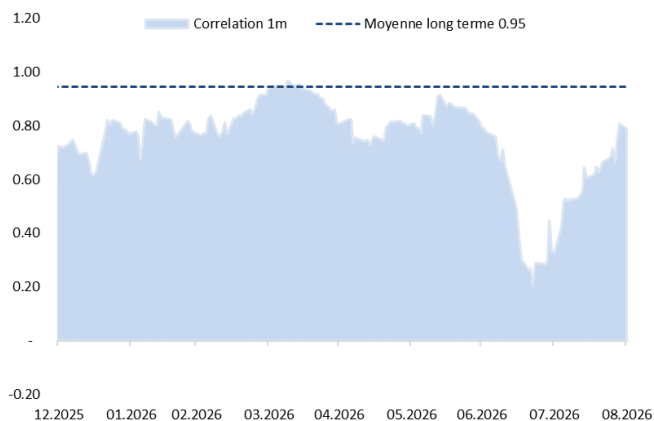
Quand le «sans risque» rapporte plus de 5%

La remontée des taux longs, amorcée en juillet, s'est poursuivie en août malgré l'intervention du Trésor annonçant le doublement de ses opérations de rachat sur la partie longue. L'impact sur le niveau des taux est resté limité compte tenu des pressions structurelles liées aux déficits et à l'inflation. Le 30 ans américain a franchi les 5.3% en cours de mois, son plus haut niveau depuis 2007. Ces niveaux remettent au centre une question élémentaire d'allocation: pourquoi accepter la volatilité d'une action, le risque crédit du High Yield ou l'illiquidité d'un actif privé quand une obligation souveraine américaine offre plus de 5% nominal ? Ailleurs, La BCE garde un biais «hawkish» avec désormais un marché qui price à 100% une hausse de taux en septembre. La BoJ poursuit son cycle de normalisation, avec une nouvelle hausse de taux aussi possible en septembre (66% de probabilité). Le marché obligataire devient ainsi beaucoup plus sélectif: le potentiel de rendement reste attractif, mais la duration n'est plus un pari uniforme.

Or et Bitcoin rallye: le retour du «debasement trade»

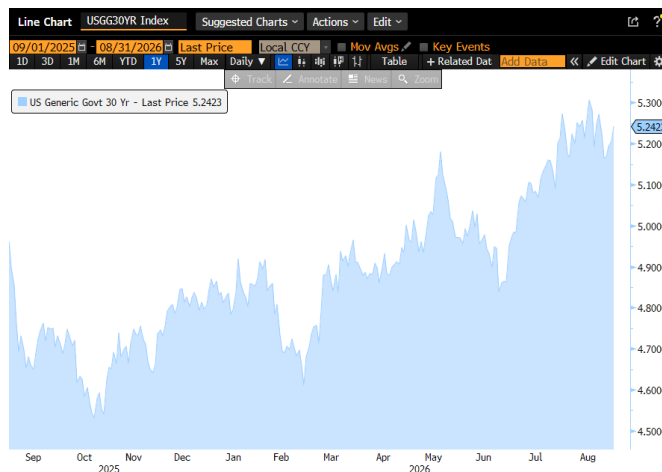
Les tensions sur la partie longue de la courbe dont nous venons de parler, ont ravivé le débat sur la soutenabilité de la dette et la valeur future de la monnaie. L'or et Bitcoin en ont simultanément profité: le premier gagnant 15% et le second 24% (> 80'000 USD) durant le mois (25.08.26); Les deux actifs sont profondément différents, mais partagent une caractéristique en commun: leur offre ne peut être augmentée discrétionnairement pour financer un déficit public. L'intervention croissante des autorités sur le marché obligataire, avec notamment le doublement des rachats de Treasuries à long terme, renforce cette perception: si les taux ne peuvent plus pleinement refléter les déséquilibres budgétaires, c'est potentiellement la monnaie qui doit absorber une partie de l'ajustement. Ils servent ainsi de plus en plus de réserve de valeur face au risque de dépréciation monétaire.

Corrélation entre le S&P 500 et le S&P 500 équilibré



Source: Bloomberg

Le rendement US à 30 ans depuis 2006



Source: Bloomberg

Le rebond de l'or, la défiance envers le dollar



Source: Bloomberg



Nos convictions

*Pas du tout
attractif*

Peu attractif

Neutre

Attractif

Très attractif

Commentaires

Actions	Actions US						Forte dispersion. Faveur pour les grosses caps
	Actions EU						La tendance reste favorable
	Actions CH						Le franc continue de soutenir la compétitivité
	Actions Japon						Le yen reste attractif, mais attention à l'inflation
	Actions Chine						Marché décevant malgré des valorisations attractives
	Actions Asie ex-Japon & Chine						Le surachat de la Corée enfin neutralisé
Obligations	Cash & dette à court terme						Favoriser les durations courtes ~2-3 ans
	US dette à long terme						Encore risqué malgré un 30 ans à des plus hauts sur 20 ans
	EU dette à long terme						France: Risque électoral.
	High Yield US & EU						Les spreads de crédit peu attractifs
	Dette émergente devise locale						Privilégier les fonds diversifiés
	Dette émergente USD						Spread d'environ 180 bps pour le souverain mais risque USD
Alternatifs	Métaux précieux et mines d'or						La tendance long terme reste haussière
	Matières premières						Pétrole = couverture du risque politique
	REITs (EU + CH)						Le résidentiel CH est richement valorisé
	Private Markets						Attention à la dette privée

● Conviction actuelle

○ Conviction précédente

Devises					
EURUSD	EURCHF	EURGBP	USDCHF	USDJPY	GBPUSD
➡	➡	➡	➡	⬇	➡

Commentaires sur les décisions de placement

La forte dispersion du marché américain nous a conduits à privilégier à nouveau les indices pondérés par les capitalisations. Les taux longs élevés maintiennent notre prudence sur la durée, tandis que le rallye de l'or et des cryptoactifs renforce l'intérêt des actifs rares.

Actions

La dispersion du marché américain s'est encore accentuée en août. Nous avons réduit la sous-pondération technologique en arbitrager une partie du S&P 500 équipondéré vers le Nasdaq, ainsi qu'avec des achats sur les semi-conducteurs. Face au regain des tensions américano-iraniennes, nous avons mis en place une couverture énergétique.

Obligations

La remontée persistante des rendements longs américains confirme notre prudence sur la durée. Un rendement souverain supérieur à 5% concurrence sérieusement les actifs risqués, mais doit s'évaluer en termes réels une fois l'inflation prise en compte. Le doublement annoncé des rachats d'obligations longues par le Trésor ne règle en rien la question structurelle des déficits. Nous conservons notre préférence pour les maturités courtes à intermédiaires.

Métaux précieux, immobilier coté en bourse (REIT)

Après la consolidation de juillet, l'or a retrouvé une dynamique nettement plus favorable, sur fond de défiance envers la trajectoire budgétaire américaine. En cas de replis sous les 4200 nous augmenterions l'exposition aux sociétés minières. Les REITs immobiliers européens sont toujours aussi volatiles et nous incitent à la prudence dans l'immédiat.

Devises

Le franc suisse a été l'une des devises les plus intéressantes du mois. Avec un taux directeur de 0%, inférieur à celui du Japon, il commence à attirer les investisseurs en quête d'une nouvelle monnaie de financement pour leurs opérations de carry trade - plutôt bienvenu pour la BNS et les exportateurs, mais susceptible d'accroître la sensibilité du franc aux épisodes de stress. Nous restons attentifs à l'évolution de l'EUR/CHF après son rebond récent. Le dollar de son côté reste pris en tenaille entre des rendements en hausse et une dette qui ne se résout pas.



Résumé des performances

Les performances actions

Equity Indices	Last	1m Return (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
SWISS MARKET INDEX	14286	-0.4	10.8	20.8
STXE 600 (EUR) Pr	651	0.5	12.9	22.1
CAC 40 INDEX	8335	-2.1	4.9	11.6
DAX INDEX	26258	2.5	7.2	9.9
FTSE 100 INDEX	10824	0.2	11.7	21.6
Euro Stoxx 50 Pr	6420	1.0	13.5	23.5
DOW JONES INDUS. AVG	53186	1.5	11.8	18.6
S&P 500 INDEX	7686	2.7	13.1	20.3
NASDAQ COMPOSITE	26371	4.0	13.9	23.6
RUSSELL 2000 INDEX	2956	1.0	20.2	26.6
TOPIX INDEX (TOKYO)	4156	3.8	23.4	38.3
FTSE CHINA A50	14833	0.1	-1.3	1.7
Global Index	1149	2.7	14.6	22.8

Les performances des obligations, des devises et des matières premières

Fixed Income Indices	Last	1m Return (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
SBI AAA-BBB	138	0.1	-0.2	-0.4
Euro-Aggregate	245	-0.5	-0.7	-0.1
U.S. Aggregate	2342	0.4	-0.3	1.9
Global Aggregate	500	0.5	-0.3	0.6

Currency	Last	1m Change (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
CHF	0.81	0.1	2.0	1.0
EUR	1.16	0.8	-1.1	-0.8
DX	99.43	-0.5	1.1	1.7
GBP	1.35	0.5	0.5	0.0
JPY	159.74	1.5	1.9	8.5
CNY	6.72	-0.5	-3.9	-5.9
CAD	1.39	-1.2	0.9	0.7
AUD	0.72	2.1	7.4	9.4
BRL	5.19	2.2	-5.6	-4.7
INR	95.17	-0.2	5.9	7.9
MXN	17.00	-2.0	-5.6	-8.8
EURCHF	0.94	0.9	0.9	0.2

Commodity	Last	1m Change (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
Gold	4437	9.7	2.7	27.7
Silver	67	15.6	-7.1	63.6
WTI	86	1.3	49.4	34.0
Copper	659	2.0	16.0	45.9
Industrial Metals	180	2.0	10.3	26.4
Agriculture	65	12.4	22.2	17.2

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>