

Retour sur le mois de septembre : dans l'étau des taux !

Septembre marque une très forte accélération de la hausse des taux souverains à 10 ans avec près de +50 pb aux US comme en eurozone, portant la hausse sur 3 mois à près de +80 pb ! Fin juin, le consensus pointait vers un scénario de baisse de l'inflation, d'une détente sur le prix du baril (accord US-Iran) et d'une faible croissance économique avec en ligne de mire une baisse des taux CT. 3 mois plus tard, le prix du baril dépasse 100\$, la guerre Iran-US ne montre pas d'issue, l'inflation accélère (>3%), les banques centrales augmentent leurs taux CT et la croissance est soutenue par les investissements colossaux dans les infrastructures liées à l'IA !

Ajoutons à cela de nouvelles tensions propres à la zone euro. Si cette dernière se distinguait déjà par le conflit avec la Russie et le fort impact lié à sa dépendance énergétique, nous compléterons avec la faiblesse actuelle des gouvernements en Allemagne, en France et en Espagne et des contestations sociales grandissantes.

Dans ce contexte, la France enregistre des taux à 10 ans proches de 5% (+66 pb en 1 mois et +129 pb en 3 mois !), les taux allemands sont à 3,58% et l'€/ \$ baisse de 2,2% à 1,136. Les marchés actions européens reprennent le chemin de la sous-performance avec près de -2% en septembre vs -0,5% pour le S&P 500.

Néanmoins, nous devons nous interroger sur la résistance même des indices actions US. En effet, le mouvement de hausse des taux LT touche aussi largement les US. La bonne tenue de la croissance et surtout les nouvelles craintes entourant l'Europe se sont traduites par des mouvements massifs de réallocation vers la zone US et notamment concernant les actions.

Pour rappel, une variation de +0,8 pt des taux LT impacte de -17% la valorisation des marchés actions et les révisions en hausse des résultats attendus (BPA 2026^e) de +5% aux US depuis fin juin sont largement insuffisantes pour compenser la hausse des taux LT !

Pour la 2^{nde} fois depuis les années 2000-02 (bulle Internet), la prime de risque du S&P 500 est négative, ce qui signifie que la valorisation des actions est extrêmement défavorable par rapport à un investissement en obligations souveraines à LT. Pour plus de détails, l'inverse du PE du S&P 500 (1/19,14 = 5,22%) est inférieur aux taux 10 ans US soit 5,27%, matérialisant une prime de risque négative.

Si les taux LT se maintiennent au-delà de 5% aux US et malgré la bonne orientation économique, le S&P 500 sera vulnérable une fois le mouvement de réallocation effectué de l'eurozone vers les US.

Performances des principales classes d'actifs

Performances au 30/09/2026		Cours	septembre	3 mois	YTD	2025	2024	2023	2022	2021	2020
Taux Souverains											
Taux 10A US	30/9	5,27	+53p	+83p	+111p	-40p	+69p	+0p	+237p	+59p	-100p
Taux 10A Allemagne	30/9	3,58	+25p	+73p	+73p	+50p	+35p	-53p	+272p	+39p	-39p
Taux 10A France	30/9	4,83	+66p	+129p	+127p	+37p	+65p	-54p	+287p	+55p	-46p
Taux 10A Italie	30/9	4,58	+44p	+101p	+104p	+3p	-23p	-90p	+347p	+63p	-87p
Taux 10A Espagne	30/9	4,11	+34p	+82p	+83p	+24p	+9p	-66p	+304p	+53p	-43p
iBoxx € Eurozone 1-3	30/9	177,6	-0,4%	-0,7%	-0,2%	+2,3%	+3,2%	+3,5%	-4,8%	-0,7%	+0,0%
iBoxx € Eurozone 3-5	30/9	205,5	-1,3%	-2,4%	-1,8%	+2,5%	+2,5%	+5,4%	-10,0%	-1,2%	+1,3%
iBoxx € Eurozone 5-7	30/9	234,0	-2,1%	-4,0%	-2,9%	+2,5%	+2,2%	+7,1%	-14,3%	-1,8%	+2,8%
Taux Corporates											
Taux US BBB+ 7-10 ans	30/9	6,42	+59p	+92p	+124p	-51p	+31p	-51p	+316p	+65p	-118p
Taux Europe BBB+ 7-10 ans	30/9	4,80	+41p	+85p	+90p	+24p	-16p	-83p	+355p	+38p	-51p
iBoxx € Corporates 1 - 3	30/9	213,3	-0,4%	-0,5%	+0,4%	+3,3%	+4,7%	+5,1%	-5,2%	+0,0%	+0,7%
iBoxx € Corporates 5 - 7	30/9	264,7	-1,8%	-3,3%	-1,9%	+3,5%	+5,0%	+9,7%	-16,0%	-0,8%	+2,9%
iBoxx €HY core cum cross 5-10 LC	30/9	112,7	-2,1%	-2,9%	-4,1%	-1,4%	+2,2%	+11,7%	-17,7%	-0,8%	-0,8%
Actions											
Eurostoxx 50 NR	30/9	15 588,0	-2,3%	-0,7%	+10,3%	+21,2%	+11,0%	+22,2%	-9,5%	-3,2%	+28,2%
Eurostoxx NR	30/9	1 551,0	-2,1%	-1,5%	+10,1%	+24,3%	+9,3%	+18,6%	-12,3%	+0,2%	+26,1%
Eurostoxx	30/9	660,7	-2,2%	-1,7%	+7,9%	+21,2%	+6,6%	+15,7%	-14,4%	-1,6%	+23,0%
Eurostoxx Small NR	30/9	844,2	-3,1%	+1,7%	+9,5%	+21,5%	-3,5%	+13,9%	-15,5%	+8,3%	+26,2%
S&P 500 Index Fixed	30/9	7 651,5	-0,5%	+2,0%	+11,8%	+16,4%	+23,3%	+24,2%	-19,4%	+16,3%	+28,9%
Nasdaq	30/9	26 861,1	+1,9%	+2,5%	+15,6%	+20,4%	+29,3%	+44,3%	-33,4%	+44,5%	+36,2%
Nikkei 225	30/9	66 753,7	+0,7%	-4,7%	+32,6%	+26,2%	+18,9%	+28,2%	-9,4%	+16,0%	+18,2%
China Shanghai SE A	30/9	4 028,3	-3,6%	-6,2%	-3,2%	+18,4%	+12,6%	-3,7%	-15,1%	+13,9%	+22,4%
Métaux Précieux											
Gold (NYM \$/ozt)	30/9	4 176,3	-8,5%	+3,7%	-4,4%	+67,4%	+25,5%	+14,6%	+0,4%	-4,3%	+24,6%
Silver (NYM \$/ozt)	30/9	1 702,3	-4,8%	+9,8%	-16,3%	+127,6%	-10,2%	-7,3%	+11,3%	-10,3%	+10,7%
Matières 1ères											
Crude Oil (NYM \$/bbl)	30/9	90,4	+5,4%	+30,1%	+57,5%	-19,9%	+0,1%	-10,7%	+6,7%	+55,0%	-20,5%
Brent Crude (IFEU \$/bbl)	30/9	98,0	+8,3%	+39,1%	+59,8%	-17,7%	-4,0%	-6,9%	+7,2%	+50,8%	-24,4%
Copper (LME Cash \$)	30/9	14 485,9	-0,3%	+8,6%	+15,9%	+44,5%	+2,1%	+1,1%	-13,5%	+25,1%	+25,9%
Aluminum (LME Cash)	30/9	3 204,0	-0,6%	+3,2%	+8,0%	+17,9%	+7,7%	-1,1%	-15,9%	+41,9%	+9,9%
Iron Ore 62% CN TSI	30/9	96,6	+0,6%	-3,6%	-9,8%	+3,4%	-24,0%	+22,5%	-1,1%	-27,8%	+70,3%
Devises											
EUR - U\$D	30/9	1,136	-2,2%	-0,7%	-3,3%	+13,4%	-6,3%	+3,5%	-7,1%	+8,8%	-1,8%
EUR - YEN	30/9	178,482	-3,8%	-3,9%	-3,0%	+13,1%	+4,5%	+10,6%	+3,7%	+2,4%	-2,7%
EUR - CNY	30/9	7,616	-2,4%	-1,8%	-7,2%	+8,6%	-3,5%	+5,6%	-9,4%	+3,0%	-0,4%
EUR - BRL	30/9	5,876	-2,4%	-0,7%	-8,7%	+0,6%	+19,2%	-4,8%	-0,3%	+36,3%	-5,6%
EUR - RUB	30/9	94,42	-5,8%	+5,1%	+1,6%	-18,3%	+15,1%	+26,8%	-5,7%	+30,9%	+1,9%
Performances au 30/09/2026		Cours	septembre	3 mois	YTD	2025	2024	2023	2022	2021	2020

Notre analyse Macro / Marchés : une croissance économique soutenue mais très concentrée

Depuis quelques mois, nous assistons à une amélioration généralisée des principales économies mondiales. Malgré le « Liberation Day » qui perturbe les échanges commerciaux, la guerre Iran-US qui déstabilise les marchés énergétiques, et des taux pénalisants pour la consommation et l'immobilier, nous constatons un fort rebond des indicateurs de confiance dans l'industrie (cf. graphique ci-dessous).

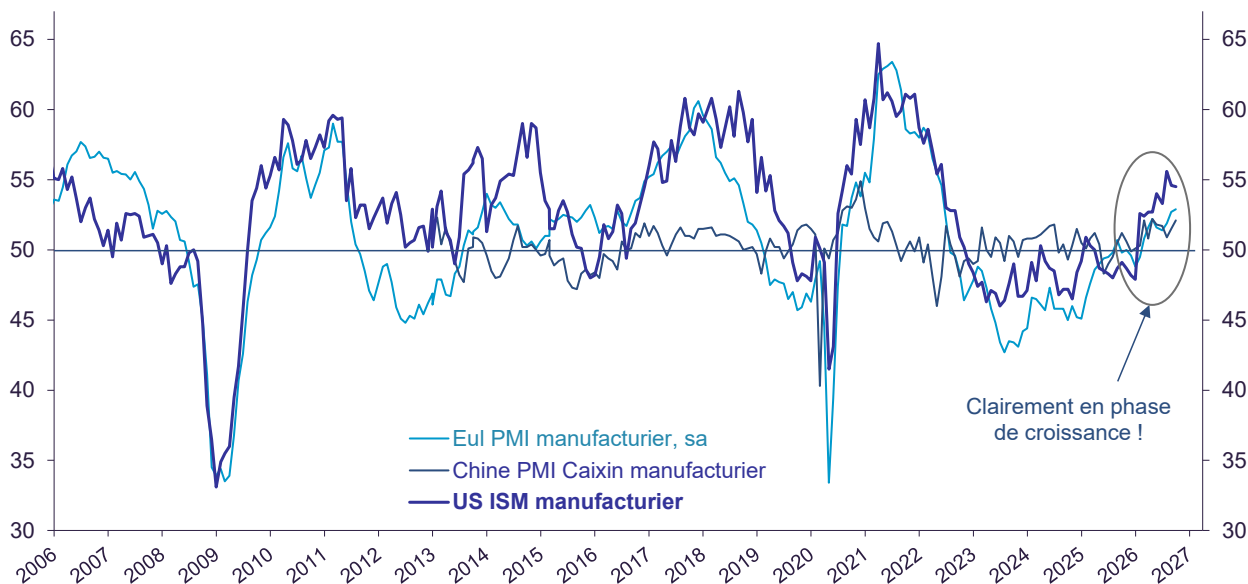
Quand fin 2025, ces indicateurs étaient en dessous de 50 matérialisant une contraction à venir de l'industrie, les 3 principales zones affichent aujourd'hui des niveaux dignes d'une réelle croissance attendue. Jamais depuis la sortie du COVID, nous n'avions eu une telle dynamique concomitante. Si les économies sont souvent pénalisées par une consommation des ménages décevante, la vague d'investissement liée à l'IA est en train de se propager avec un impact sur l'ensemble de la croissance. Néanmoins, si ce cycle d'investissement apporte une visibilité de plusieurs années puisqu'il s'étale de la construction de datacenters à l'expansion des capacités électriques, les montants en jeu posent question.

Au-delà du financement (plus de 1200 Md\$ pour 2027 !), les délais de construction, les obstacles réglementaires ou une remise en cause de l'acceptabilité par les populations peuvent compromettre tout ou partie de la croissance induite par l'adoption généralisée de l'IA.

Les US sont toujours au centre du jeu avec une domination indiscutable de l'IA, suivis de la Chine, mais avec une Europe totalement hors jeu. Les US pourraient confirmer une croissance économique entre 2% et 3% avec la Chine proche de 4% et une eurozone à 1%.

Dans ce contexte, nous privilégions toujours la zone US et notamment les obligations qui affichent des rendements intéressants. Nous devenons plus dubitatifs sur le S&P 500 même s'il reste intéressant pour un investisseur européen voulant s'exposer au \$.

Indicateurs de confiance Manufacturier : ISM aux US, PMI en eurozone et PMI en Chine



Focus patrimonial : laisser passer le « bruit » budgétaire !

Nous entrons dans une séquence budgétaire à l'Assemblée nationale qui devrait être particulièrement anxiogène pour tout contribuable, notamment ceux avec un patrimoine conséquent.

Pendant les 3 prochains mois, et comme l'année dernière, vont se succéder mesures et contre-mesures impactant la fiscalité des ménages et des entreprises.

Les médias ne manqueront pas d'amplifier chaque proposition, aussi incongrue soit-elle, en oubliant souvent de rappeler qu'elles doivent être votées pour être appliquées !

Lors du budget 2026, nous avons eu droit à une nouvelle tranche de l'IR à 60%, au retour de l'ISF, à la suppression de l'abattement de 10% des retraités... avant que le projet définitif s'en écarte.

En cette période pré-présidentielle, rares seront les propositions adoptées qui alourdisent la fiscalité des ménages car ils votent, contrairement aux entreprises. Le vrai rendez-vous sera à la rentrée 2027 avec un nouveau Président et une nouvelle Assemblée.

En conclusion, nous ferons le point sur les principales mesures fiscales lorsqu'elles seront réellement retenues en évitant de réagir au « bruit » budgétaire qui pourrait occuper l'espace médiatique des prochains mois.

Pour plus d'information, n'hésitez pas à contacter votre interlocuteur habituel chez Philippe Hottinguer Gestion.

Vos interlocuteurs privilégiés chez **Philippe Hottinguer Gestion** restent à votre disposition pour vous accompagner dans la gestion de vos actifs et dans l'analyse des diverses composantes de votre patrimoine.

Signataire des

