



BANQUE
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES
4^E TRIMESTRE 2026

SOMMAIRE

4^E TRIMESTRE 2026

1. Editorial

Ralentir

2. Marchés de taux

10 ans US à 5.20 %, ça commence à piquer !

3. Marchés actions

Des marchés en hausse, mais fragiles

4. Allocation d'actifs

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

5. Performances

1. ÉDITORIAL

RALENTIR

Electeur centriste allemand, citoyen français, patron de société de technologie américaine chacun pensait ces derniers jours à « ralentir ». Ralentir la montée des extrémismes, ralentir le rythme d'endettement du pays, ralentir le rythme de développement de l'IA. Cette IA infatigable qui, à peine avait-elle résolu les équations de Navier-Stokes* était sur le point d'emporter le prix Goncourt à Paris ! Tout cela est troublant et on imagine sans peine des applications autrement préoccupantes mais oublions les scénarios d'anticipation et revenons aux marchés.

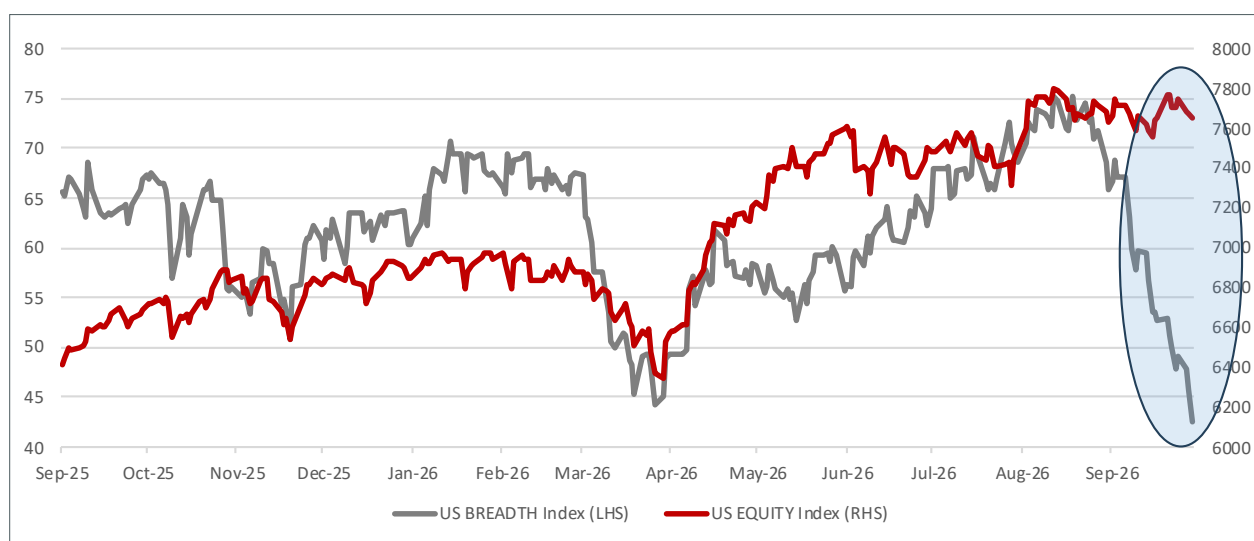
Sur le front obligataire, qui est sous pression depuis la fin de l'été, les mouvements ne ralentissent pas, bien au contraire. Le taux à 10 ans américain vaut désormais 5.25 % quand le 10 ans français vaut 4.75 % ce dernier se « payant » 1.1 pourcent au-dessus du taux allemand. Des niveaux qui évoquent de mauvais souvenirs : il faut remonter à une petite ving-

taine d'années pour observer un tel prix de la dette américaine, quant au prix de la dette française cet écart de 110 bps avait été franchi pour la première fois lors de la crise de l'euro de 2011/2012. A cette occasion Mario Draghi avait marqué l'histoire stabilisant le système avec son fameux « whatever it takes ». Dans ces moments troublés et pour rester dans sa dialectique il nous semble « qu'il va en falloir beaucoup » Et l'absence de Mario Draghi risque de se faire sentir.

Cet amoncellement de nuages obligataires a ponctuellement freiné la hausse des marchés américains mais assez vite les plus hauts niveaux ont été retrouvés.

Alors que les taux se tendent violemment, la solidité des indices d'actions surprend et mérite analyse. Premier écueil la stabilité des actions s'applique bien aux marchés américains beaucoup moins bien de ce côté de l'Atlantique. Mais si on se concentre sur les Etats-Unis un regard sur le comportement

G1 : US MARKET BREADTH



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, September 2025 to September 2026

des actions sous-jacentes met en évidence la coexistence de deux réalités distinctes. Une très large partie de la cote subit une pression vendeuse tandis que quelques « gros » poids des indices restent dans une dynamique positive et « sauvent » l'ensemble. Pour calibrer un peu ce constat deux statistiques semblent intéressantes. La première est liée à ce que les boursiers appellent le « market breadth », la profondeur des marchés. Quand l'indice monte est-ce que 75 % des actions montent ou moins de 50 % (comme aujourd'hui) ?

Actuellement la hausse est atypique avec une participation de titres gagnants très faible, une participation tellement faible que la majorité des titres sont depuis des semaines déjà dans une dynamique négative : 55 % des titres ont aujourd'hui un niveau inférieur à leur moyenne mobile à 200 jours.

Une autre mesure intéressante consiste à analyser le Beta, la sensibilité de chaque titre, à son indice sous-jacent. La plupart du temps ce chiffre est positif, inférieur à 1 lorsque le titre est moins volatil que son indice, supérieur à 1 dans le cas inverse. Aujourd'hui 45 % des composants de l'indice Standard and Poor's ont un Beta négatif. Un tel pourcentage de titres évoluant à l'inverse du marché n'a jamais été observé par le passé, il traduit bien l'étonnante dichotomie de la cote.

Revenons aux titres avec un comportement plus traditionnel et donc à Beta positif. Parmi eux ce sont pour l'essentiel et une fois de plus les valeurs de la technologie qui tirent les indices, (la technologie gagne désormais 35 % depuis le début de l'année). Cette performance reflète une incroyable progression des résultats, en ce sens elle peut être jugée comme saine. Mais comme évoqué dans de précédentes chroniques ce secteur a vu son modèle évoluer radicalement. La plupart des grands acteurs « assis sur des montagnes de cash » deviennent désormais des emprunteurs nets afin de faire face aux multiples développements liés à l'IA. Historiquement il fallait surveiller les multiples de valorisation aujourd'hui il faut surveiller les dettes, les dépenses à venir, les engagements hors bilan. Ce sera sûrement la clef pour ne pas être victime de tous ces mouvements qui de l'IA au marché obligataire ne ralentissent pas.

** Les équations de Navier Stokes régissent les lois d'écoulement des fluides, elles faisaient partie d'un ensemble de problèmes irrésolus proposés au début du millénaire.*

2. MARCHÉS DE TAUX

10 ANS US À 5.20 %, ÇA COMMENCE À PIQUER !

Un message, mais à l'intention de qui ?

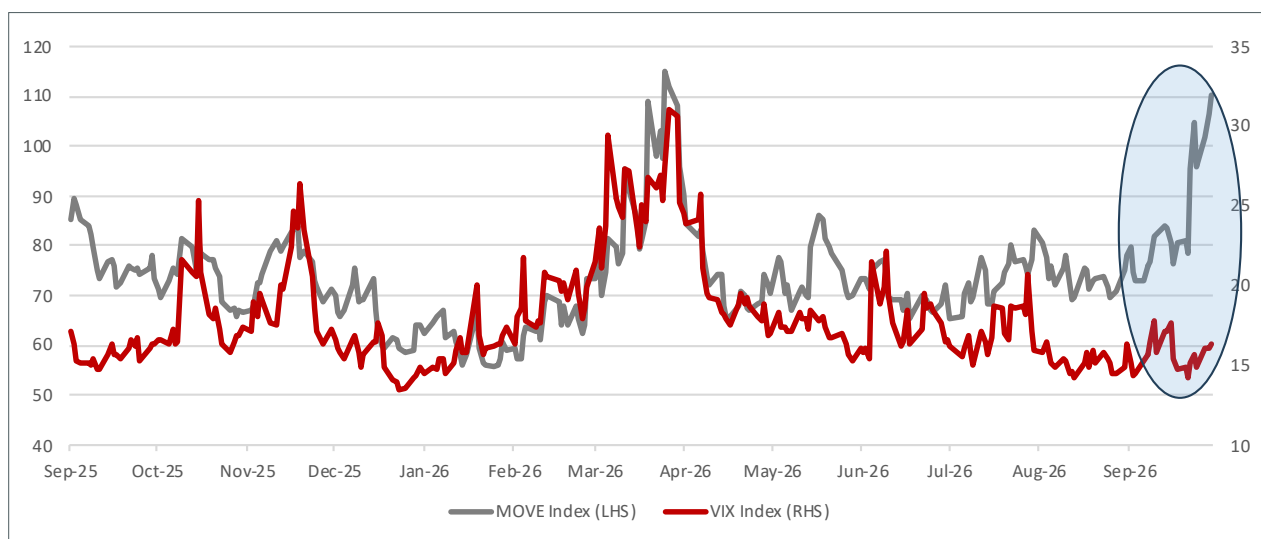
Les taux longs américains sont repartis à la hausse en atteignant des niveaux qui n'avaient plus été atteints depuis 2004. Pourquoi la dérive se poursuit-elle ? L'inflation n'explique pas tout. Les marchés obligataires nous envoient un message mais qui sont les principaux destinataires ?

Les taux américains subissent un « désalignement » de planètes assez inédit qui nous amène à la situation actuelle. Nous sommes confrontés à plusieurs incertitudes. Incertitude sur le front des conflits au Moyen Orient et en Ukraine, incertitude concernant la stratégie de Donald Trump, incertitude à propos des élections de mi-mandat, incertitude liée à la politique de la Fed et au nouveau style imprimé par Kevin Warsh, incertitude autour de la capacité du Trésor et de Scott Bessent à freiner le bear market. Une incertitude supplémentaire revêt une importance considérable : les flux.

Si les Chinois ne sont plus friands de dette américaine pour des raisons stratégiques évidentes, les Japonais (régulièrement cités comme premier acheteur étranger de Treasuries) se tournent désormais vers leur marché obligataire domestique pour trouver du rendement en yen. S'ajoutent à tout cela des notions que les marchés ne voulaient pas voir jusqu'à présent comme les déficits américains (déficit budgétaire à bientôt 6 % du PIB), la taille de la dette dépassant 40 000 milliards, la perte de leadership du dollar et nous nous retrouvons avec un cocktail explosif qui explique les niveaux de rendements actuels.

Le message envoyé par les marchés obligataires s'adresse aux différents dirigeants du pays et à Donald Trump en particulier. Il va falloir gérer plus activement et efficacement les finances du pays. Ensuite, il faudrait que Warsh et Bessent amènent des solutions durables. Le message s'adresse enfin aux marchés actions qui font la sourde oreille. Mais jusqu'à quand ?

G2: VIX ET MOVE



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, September 2025 to September 2026

Stratégie obligataire : quelles conséquences ?

Nous ne sommes pas en mesure de dire précisément jusqu'où ira ce sell-off sur les taux longs américains mais nous prenons date et continuons, depuis mi-août, à accumuler de la duration en US Treasuries et notamment sur les taux réels via les TIPS. Nous comprenons parfaitement que certains investisseurs craignent de franchir le pas vers la duration en taux nominaux car l'incertitude est grande et il y a un vrai débat à propos de l'évolution des taux longs nominaux. En revanche, les taux réels sont déjà très élevés et ne devraient pas continuer de monter. Les TIPS sont donc un bon moyen de rajouter de la duration «à moindre risque» dans les portefeuilles par rapport aux investissements en taux nominaux. Si les taux des emprunts du Trésor US à 3 ans atteignent 5 %, cela signifie que la dette de certaines entreprises de grande qualité se négocie désormais entre 5.20 % et 5.50 %. Nous allons donc sans doute considérer de nouveau une gestion en portefeuilles dits «datés» afin de bloquer des rendements très intéressants sur un horizon de placement suffisamment court pour proposer une stratégie attrayante.

En résumé

Les taux à long terme sont globalement à un niveau record en plus de 20 ans ; les spreads de crédit sont à un niveau bas mais ils ont commencé à légèrement remonter à la fin du mois de septembre. Cependant, le marché des TIPS courts offre des opportunités d'investissement exceptionnelles dans les taux réels à 18 mois.

3. MARCHÉS ACTIONS

DES MARCHÉS EN HAUSSE, MAIS FRAGILES

De juillet à septembre, les investisseurs ont dû faire face à de nombreuses mauvaises nouvelles : guerre au Moyen-Orient, pétrole cher, inflation en hausse et taux d'intérêt qui remontent. Pourtant, les bourses ont bien résisté. Malgré un mois de septembre faible, l'indice américain S&P 500 a gagné 2,3% sur le trimestre et reste proche de ses records. La raison principale : les bénéfices des entreprises sont robustes et en forte croissance. De plus, les bénéfices ont augmenté plus vite que les cours de bourse, ce qui a rendu les actions un peu moins chères dans presque toutes les régions.

Les écarts entre régions sont restés marqués. Le Japon a mené la danse (+6.4 %), tandis que l'Europe a baissé de -1.7 %, les investisseurs doutant de sa capacité à suivre le rythme de croissance des bénéfices observé ailleurs. La bourse suisse affiche une progression d'environ 5 % depuis le début de l'année. Les petites entreprises, plus sensibles au coût du crédit, ont souffert : l'indice américain des petites capitalisations a reculé d'environ 7,5 % sur le trimestre.

Une hausse portée par un petit nombre d'entreprises

Les records des indices américains cachent une réalité moins réjouissante : la hausse ne provient que d'une minorité d'entreprises. Au troisième trimestre, ce sont surtout les grandes valeurs technologiques et celles liées à l'IA qui ont tiré le marché. La plupart des autres secteurs ont terminé dans le rouge, en particulier les services publics, l'industrie et l'immobilier. Le secteur technologique représente désormais près de 40 % de l'indice S&P 500, soit presque 5 points de plus qu'il y a un an. On parle alors d'une faible « profondeur » de marché : quand

peu d'actions montent, la progression de l'indice devient plus fragile. Pour l'investisseur, la conséquence est concrète. Un placement qui semble diversifié, comme un fonds qui reproduit le S&P 500, dépend en réalité fortement d'un seul thème. Si les espoirs placés dans l'IA étaient déçus, l'impact sur l'ensemble de l'indice serait d'autant plus important. C'est une raison supplémentaire de bien répartir ses placements entre secteurs et régions.

Géopolitique : le pétrole reste au centre du jeu

Au niveau géopolitique, le conflit avec l'Iran et son éventuelle extension régionale, restent les principales sources d'inquiétude. Le baril de Brent est repassé au-dessus de 100 dollars pendant la majeure partie de septembre. L'Iran revendique toujours le contrôle du détroit d'Ormuz, où le trafic maritime reste très inférieur à son niveau d'avant-guerre.

Intelligence artificielle : espoirs et incertitudes

Les géants de la technologie investissent des montants colossaux dans l'IA : les quatre plus grands prévoient environ 700 milliards de dollars de dépenses en 2026. Le problème, c'est que les revenus tirés de l'IA restent encore près de 8 fois inférieurs à ce qui serait nécessaire pour rentabiliser ces investissements. Par ailleurs, le financement de ces dépenses colossales se fait de plus en plus par l'émission de dettes et d'actions, parfois même par des financements plus « créatifs » comme les investissements circulaires entre les acteurs de ce secteur. Les marchés deviennent donc plus exigeants : certaines sociétés américaines de construction de centres de données, qui avaient plus que doublé au premier semestre, ont perdu plus de 40 % au troisième trimestre.

Perspectives pour le 4^e trimestre

Dans les prochains mois, plusieurs rendez-vous seront déterminants :

- Les résultats des géants de la tech fin octobre : les investisseurs attendent de savoir s'ils confirmeront des perspectives solides pour 2027. Du fait de la concentration extrême du marché, ces résultats auront une importance accrue.
- Les banques centrales : la Fed se réunit le 28 octobre. Il est selon nous peu probable que la Banque Centrale agisse à une date aussi proche des élections, mais une hausse supplémentaire des taux en décembre n'est pas exclue. Par ailleurs, le marché s'attend à une nouvelle hausse de la BCE en décembre et la BNS se prononcera à la mi-décembre. Tout cela renforce le mouvement de resserrement actuel des conditions financières.
- Les élections américaines de mi-mandat en novembre : le niveau de bruit médiatique de Mr Trump et d'incertitude à l'approche de cette échéance électorale va sans doute augmenter la volatilité des cours. Par ailleurs, une escalade guerrière iranienne visant à faire monter le prix du pétrole avant le scrutin ne peut être totalement exclue

En résumé, l'économie reste solide et les bénéfices des entreprises soutiennent les actions, mais les marchés risquent de rester agités. Dans ce contexte, la diversification reste la meilleure protection : éviter de trop miser sur un seul thème comme l'IA, et garder un horizon de long terme.

5. PERFORMANCES

EQUITIES	30.09.2026	CURRENT	1M	3M	6M	YTD	2025	2024	2023	2022	2021
WORLD	MSCI WORLD	4 903	-1,3%	1,6%	15,1%	10,7%	19,5%	17,0%	24,4%	-17,7%	22,4%
	MSCI WORLD GROWTH	7 520	-0,2%	-0,2%	18,5%	8,3%	20,4%	25,1%	37,3%	-29,0%	21,4%
	MSCI WORLD VALUE	4 915	-2,4%	3,4%	12,3%	13,1%	18,2%	9,0%	12,4%	-5,8%	22,8%
US	DOW JONES	50 906	-4,3%	-2,7%	9,8%	5,9%	13,0%	12,9%	16,2%	-6,9%	20,9%
	S&P 500	7 652	-0,5%	2,0%	17,2%	11,8%	16,4%	23,3%	26,3%	-18,1%	28,7%
	S&P500 EW	8 429	-5,0%	-2,3%	8,4%	8,6%	9,3%	10,9%	13,8%	-11,5%	29,6%
	NASDAQ 100	30 409	3,2%	0,4%	28,1%	20,4%	20,2%	24,9%	55,1%	-32,4%	27,5%
	RUSSELL 2000	2 797	-5,4%	-7,5%	12,0%	12,7%	11,3%	10,0%	16,9%	-20,5%	14,8%
EUROPE	STOXX 600	635	-2,5%	-1,1%	8,9%	7,2%	16,7%	6,0%	16,6%	-9,9%	25,8%
	FTSE 100	10 606	-2,0%	1,0%	4,2%	6,8%	21,5%	5,7%	7,7%	4,6%	18,4%
	CAC 40	7 965	-4,4%	-5,2%	1,9%	-2,3%	10,4%	-2,2%	20,1%	-6,7%	31,9%
	DAX	25 199	-4,0%	0,8%	11,1%	2,9%	23,0%	18,8%	20,3%	-12,3%	15,8%
	SWISS MARKET	13 830	-3,2%	-2,6%	8,2%	4,2%	14,4%	4,2%	7,1%	-14,3%	23,7%
EM & ASIA	MSCI Asia ex Japan	1 132	-0,6%	-1,0%	25,7%	23,9%	29,3%	9,8%	3,6%	-21,5%	-6,4%
	TOPIX	4 109	-1,1%	2,9%	17,5%	20,5%	22,4%	17,7%	28,3%	-2,5%	12,8%
	HANG SENG	24 613	-3,7%	7,6%	-0,7%	-4,0%	27,8%	17,7%	-10,5%	-12,6%	-11,8%
	CSI 300	4 358	-5,8%	-12,5%	-2,1%	-5,9%	17,7%	14,7%	-9,1%	-19,8%	-3,5%
SECTORS	Communication Services	171,5	3,5%	3,5%	10,7%	2,9%	30,9%	32,6%	44,0%	-37,6%	13,4%
	Consumer Discretionary	464,2	-6,2%	-4,4%	3,7%	-7,7%	7,4%	20,4%	33,6%	-34,0%	17,1%
	Consumer Staples	301,6	-3,9%	-3,1%	-1,9%	1,5%	6,4%	3,5%	0,1%	-8,0%	10,8%
	Energy	358,2	-2,4%	14,5%	-1,4%	34,0%	9,8%	-0,4%	-0,7%	41,1%	35,1%
	Finance	240,5	-5,7%	1,4%	12,7%	4,1%	26,1%	23,8%	13,1%	-12,4%	25,1%
	Healthcare	415,5	-1,9%	3,0%	9,6%	4,0%	13,2%	-0,1%	2,4%	-6,6%	18,3%
	Industrials	537,2	-4,2%	-5,9%	5,2%	7,5%	23,0%	32,2%	52,3%	-31,3%	15,1%
	Information Technology	1253,6	4,4%	6,1%	41,7%	28,8%	23,4%	11,7%	21,2%	-14,6%	29,1%
	Materials	432,6	-7,6%	0,6%	1,6%	9,1%	23,4%	-7,5%	11,7%	-13,7%	12,9%
	Utilities	192,7	-5,3%	-10,1%	-10,7%	-3,3%	21,7%	10,0%	-2,5%	-7,0%	7,1%
CURRENCIES & COMMODITIES	30.09.2026	CURRENT	1M	3M	6M	YTD	2025	2024	2023	2022	2021
CURRENCIES	EUR-USD	1,133	-2,5%	-0,8%	-1,9%	-3,5%	13,1%	-6,2%	3,1%	-5,9%	-6,9%
	USD-CHF	0,836	3,4%	3,4%	4,5%	5,5%	-12,3%	7,8%	-9,0%	1,3%	3,1%
	USD-JPY	157,4	-1,5%	-3,2%	-0,8%	0,4%	0,3%	11,5%	10,5%	13,9%	11,5%
	USD INDEX	101,45	2,0%	0,3%	1,5%	3,2%	-9,1%	7,1%	-2,1%	8,2%	7,0%
COMMODITIES	Gold	4157,41	-6,3%	3,7%	-10,9%	-3,7%	65,3%	27,2%	13,1%	-0,3%	-4,2%
	Silver	60,43	-9,2%	3,1%	-19,6%	-15,7%	132,4%	21,5%	-0,7%	2,8%	-13,6%
	WTI Crude Oil	90,42	5,4%	30,1%	-10,8%	57,5%	-21,0%	0,1%	-10,7%	6,7%	59,1%
	Copper	14 453	0,1%	8,3%	17,9%	16,1%	37,4%	2,2%	0,9%	-14,1%	25,7%
FIXED INCOME	30.09.2026	CURRENT	1M	3M	6M	YTD	2025	2024	2023	2022	2021
RATES	US 10 year gvt	5,28	0,53	0,82	0,97	1,12	-42 bps	69 bps	0 bps	237 bps	60 bps
	German 10 year gvt	3,59	0,26	0,73	0,58	0,73	53 bps	34 bps	-54bps	275 bps	39 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	599,8	-1,6%	-2,5%	-1,3%	-1,4%	4,6%	3,4%	7,1%	-11,2%	-1,4%
	Global Aggregate EUR hdg.	213,8	-1,8%	-2,9%	-2,1%	-2,7%	2,5%	1,7%	4,7%	-13,3%	-2,2%
	Global Aggregate CHF hdg.	153,4	-2,0%	-3,6%	-3,3%	-4,4%	0,3%	-1,0%	2,5%	-13,7%	-2,5%
	US Treasuries	2367,5	-2,2%	-3,0%	-2,7%	-2,8%	6,1%	0,6%	4,1%	-12,5%	-2,3%
	US IG Corporates	3434,8	-2,7%	-3,9%	-2,6%	-3,1%	7,5%	2,1%	8,5%	-15,8%	-1,0%
	US High Yield	2917,5	-2,5%	-1,8%	0,6%	0,1%	8,2%	8,2%	13,4%	-11,2%	5,3%
	Euro Government	237,3	-2,1%	-4,3%	-2,5%	-3,1%	0,3%	2,0%	7,1%	-18,2%	-3,4%
	Euro IG Corporates	262,6	-1,3%	-2,5%	-0,2%	-1,2%	2,8%	4,7%	8,2%	-13,6%	-1,0%
	Euro High Yield	503,8	-1,8%	-1,5%	1,8%	0,3%	4,6%	9,1%	12,8%	-11,1%	4,2%
	EM USD Aggregate	1365,9	-2,9%	-3,5%	-0,2%	-1,5%	10,9%	6,6%	9,1%	-15,3%	-1,7%

Source: Bloomberg, 30/09/26



Informations juridiques

Ce document vise à fournir des informations et des avis sur les sujets concernés. Il n'est destiné qu'à cette fin. Ce document ne constitue pas un conseil, une offre ou une sollicitation par la Banque Eric Sturdza S.A. ou au nom de la Banque Eric Sturdza S.A. d'acheter ou de vendre un instrument financier ou de souscrire à un instrument financier. Ce document ne contient aucune recommandation personnelle ou générique et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des besoins, ni des connaissances et de l'expérience de quel que destinataire que ce soit. Ce document ne contient aucune offre ou sollicitation d'achat ou de souscription de services financiers ou de participation à une stratégie financière dans une juridiction quelconque. Il ne constitue pas une publicité ou une recommandation d'investissement, ni la communication d'une recherche ou d'une recommandation stratégique. En outre, il est fourni à titre d'information et d'illustration uniquement et ne contient pas d'analyse financière. Ce document mentionne et présente des points de référence qui ne peuvent être utilisés qu'à titre de comparaison. Les informations fournies ne doivent pas être utilisées et ne doivent pas être la seule source, pour prendre une décision en matière d'investissements financiers. Il ne s'agit pas non plus d'un conseil juridique ou fiscal, ni d'une quelconque recommandation concernant un quelconque service financier et n'est pas destiné à constituer une quelconque base de décision pour un investissement financier. La Banque Eric Sturdza SA n'est pas responsable et ne peut être tenue pour responsable de toute perte résultant d'une décision prise sur la base des informations fournies dans ce document ou de toute responsabilité découlant de cette décision. Bien que toute la diligence adéquate ait été réalisée pour s'assurer de l'exactitude des informations contenues dans ce document au moment de leur publication, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude, leur exhaustivité ou leur fiabilité. Les informations fournies peuvent changer, même immédiatement après leur publication et il n'y a aucune obligation pour la Banque Eric Sturdza SA de fournir une nouvelle information à jour ultérieurement à la publication du présent document. En outre, les informations fournies dans ce document n'ont pas pour but de fournir toutes les informations légales nécessaires concernant les instruments financiers ou les émetteurs évoqués éventuellement dans le document. D'autres publications de la Banque Eric Sturdza SA peuvent, dans le passé ou à l'avenir, tirer des conclusions différentes par rapport aux informations contenues dans ce document. En outre, le présent document et les informations fournies n'engagent en aucune manière la responsabilité de la Banque Eric Sturdza S.A., de ses sociétés affiliées ou de ses employés.

Informations sur les risques

Les investissements sont soumis à divers risques. Avant de prendre une décision d'investissement ou de conclure une transaction, tout investisseur doit demander des informations détaillées sur les risques associés à sa décision d'investissement et à l'investissement financier envisagé. Certains types de produits comportent en général des risques plus élevés que d'autres, mais on ne peut pas se fier à des règles générales pour définir un risque spécifique lié à un certain type d'investissement. Il est rappelé que les performances passées ne sont pas une indication fiable des résultats futurs et que les rendements historiques et les performances passées, ainsi que les perspectives passées et futures des marchés financiers, ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures, des pertes importantes restant toujours possibles. La valeur de tout investissement dépend également du fait que la devise de base du portefeuille est différente de la devise de l'investissement soumis aux taux de change. Les taux de change peuvent fluctuer et affecter négativement la valeur de l'investissement lorsqu'il est réalisé et converti dans la devise de base du portefeuille.

Informations sur la distribution

Ce document n'est pas destiné à des juridictions spécifiques ou à une personne ou entité spécifique résidant dans une juridiction spécifique et ne constitue pas un acte de distribution, dans une juridiction où une telle publication ou distribution est contraire à la loi ou au règlement applicable ou serait contraire à toute exigence de licence obligatoire. Ce document est fourni pour le seul usage de son destinataire et ne doit pas être transféré à une tierce personne ou reproduit.

Contributeurs

**Luc Filip, CFA, Responsable des
Investissements, Banque Eric Sturdza**
**Marc Craquelin, Senior Advisor,
Groupe Eric Sturdza**
**Eric Vanraes, Responsable des
Investissements ESAM, Gestion Taux**
Pascal Perrone, Gérant Taux Senior

**Achévé de rédiger
le 02/10/2026**

Contact

Banque Eric Sturdza SA
Luc Filip
invest@banque-es.ch
www.banque-es.ch