



Stratégie d'investissement

Septembre 2026



"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS
WITH US AFTER WE'VE STOPPED
LOOKING."

CORY RICHARDS,
PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE
VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.


VACHERON CONSTANTIN | ONE OF
GENÈVE NOT MANY.

CONTACT US +41 22 580 1755

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

« Big picture »

5-6 Nos principales convictions

Scénario économique par région

8-10 Vue globale
11-15 États-Unis
16-19 Suisse
20-23 Zone Euro
24-26 Royaume-Uni
27-28 Japon
29-30 Chine
31-33 Marchés émergents

Perspectives et stratégies par classe d'actifs

37-39 Devises
40-42 Obligations internationales
43-44 Obligations suisses
45-47 Immobilier international
48 Immobilier suisse
49-51 Actions internationales - régions
52 Actions internationales - secteurs
53 Actions suisses
54 Actions suisses - secteurs
55-56 Matières premières
57 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

Stratégie globale - Allocation d'actifs

59 Portefeuille CHF
60 Portefeuille EUR
61 Portefeuille USD

Thème d'investissement - Focus

63-65 Robotique le futur de l'Intelligence Artificielle

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- L'économie mondiale montre des signes croissants de ralentissement
- Choc pétrolier et dette US finissent par booster les craintes de hausse de taux
- Virage restrictif de la Fed et de la BCE
- La compétition entre dette souveraine et financement de l'IA pousse les rendements
- Les marchés actions lèvent sans prendre en considération la montée des facteurs négatifs
- Les matières premières toujours seule diversification efficace

Le mois de septembre 2026 marque un retournement sensible du sentiment de risque sur les marchés financiers mondiaux, mettant définitivement un terme à la parenthèse estivale et aux excès d'optimisme des mois précédents. Sous la pression conjuguée d'un resserrement monétaire des grandes banques centrales et d'une flambée des coûts énergétiques, les marchés boursiers marquent le pas, oscillant entre consolidation et craintes de réévaluation des actifs. La remontée abrupte des rendements obligataires nominaux et réels a provoqué une onde de choc, se traduisant par une compression sévère des cours sur l'ensemble du compartiment du revenu fixe international. Cette détérioration du climat de marché a été amplifiée par des facteurs géopolitiques et énergétiques exogènes. Les tensions persistantes au Moyen-Orient et les perturbations sur les infrastructures de raffinage ont ravivé les craintes d'un choc pétrolier, propulsant ponctuellement les cours du Brent au-delà de 100 dollars le baril et alourdissant les coûts des intrants industriels. En parallèle, la crédibilité des politiques budgétaires fait face à un test critique. Aux États-Unis, le franchissement du seuil symbolique de 40'000 milliards de dollars de dette fédérale, combiné aux promesses de dépenses publiques électorales, contraint les investisseurs institutionnels à exiger des primes de terme de plus en plus élevées. Du côté de l'activité réelle, si les indicateurs valident globalement l'hypothèse d'un atterrissage en douceur de l'économie mondiale, la persistance de l'inflation et la cherté du crédit font peser un risque croissant sur la consommation des ménages et les marges des entreprises pour la fin de l'année. Le paysage monétaire international a connu une évolution majeure au cours du mois de septembre avec un durcissement coordonné des grandes institutions. La Banque Centrale Européenne a ouvert la voie en procédant à un nouveau relèvement de ses taux directeurs de 25 points de base, signalant que l'inflation ne convergerait durablement vers la cible de 2% qu'à l'horizon 2028 et n'excluant pas de nouveaux durcissements face à la persistance des chocs énergétiques. Plus marquante encore a été la décision de la Réserve Fédérale américaine qui a procédé à sa première hausse des taux d'intérêt en plus de trois ans lors de sa réunion de septembre. Ce resserrement a pris de court des marchés trop complaisants face au rythme de la désinflation, actant le fait que l'inflation actuelle ne découle plus seulement du marché du travail mais de pressions non salariales, de la tarification douanière et des coûts énergétiques. De son côté, la Banque du Japon a poursuivi la normalisation de sa politique en portant son taux directeur à 1,25%, son niveau le plus élevé depuis trois décennies, afin de contrer la faiblesse du yen. Cette séquence agressive a entraîné une pentification et une tension généralisée des courbes. Aux États-Unis, les émissions massives de bons du Trésor se sont trouvées en concurrence directe et frontale avec les besoins de financement capitalistiques pharaoniques des géants de la technologie pour financer les infrastructures d'intelligence artificielle (IA) et les centres de données. Les obligations internationales ont chuté de -2,46% sur le trimestre, les obligations du Trésor américain à 10 ans voyant leurs rendements flirter avec les 5.3% et les taux hypothécaires à 30 ans culminant à 7.2%. En Suisse, malgré la modération relative de l'inflation, les obligations souveraines subissent le contrecoup international avec un repli de -1,69% sur le trimestre incitant à un positionnement strict sur des durations courtes. Les marchés boursiers ont évolué dans un équilibre précaire, suspendus

entre les performances spectaculaires des valeurs technologiques liées à l'IA et la lourdeur imposée par la hausse des coûts de financement. Si l'indice mondial affiche une hausse contenue de +1.88% sur le trimestre, les divergences sectorielles et géographiques ont été saisissantes. En Europe, les indices ont reculé de -0.62% (portés à la baisse par l'automobile et la finance), et la Suisse s'est inscrite en retrait de -2.02%. Cette configuration justifie pleinement le maintien d'une allocation prudente, sélective et résolument orientée vers la qualité des bilans et les entreprises dotées d'un fort pouvoir de fixation des prix. Subissant de plein fouet l'effet de ciseaux entre la hausse des taux d'actualisation et le renchérissement des conditions de refinancement, l'immobilier coté international enregistre une correction prononcée de -5.74% (l'Europe cédant -13.38% et le Royaume-Uni -2.65%). En Suisse, le secteur recule de -3.72%, pénalisé par des niveaux d'agios historiquement exigeants qui nécessitent une sélectivité accrue sur les véhicules de placement. Confirmant leur statut de rempart efficace, les matières premières s'imposent comme la classe d'actifs la plus performante, affichant une progression de +4.79% sur le mois, portant leur gain trimestriel à +25.10% et à plus de +55% depuis le début de l'année. Cette dynamique est principalement orchestrée par la flambée du secteur de l'énergie (+45.02%), stimulée par les tensions d'approvisionnement géopolitiques. Les métaux précieux, bien qu'affectés temporairement par des prises de bénéfices induites par le rebond du dollar et des taux réels, conservent des fondamentaux exceptionnels adossés aux achats structurels des banques centrales et aux risques géopolitiques. Sur le front des actifs alternatifs, le Private Equity accuse une correction mensuelle de -12.02%, tandis que les Hedge Funds démontrent leur capacité d'amortissement avec un repli limité à -0.44%. Le durcissement de la politique monétaire américaine et l'attrait pour le rendement des titres en dollars ont soutenu le billet vert, qui progresse de +3.39% face au franc suisse. L'euro gagne aussi +2.56%, tandis que la variation la plus spectaculaire revient au yen japonais, qui s'apprécie de +6.78% sous l'effet combiné des interventions de la Banque du Japon et des anticipations de resserrement. L'accumulation des tensions exogènes, qu'il s'agisse du tournant restrictif des banques centrales menées par la Fed et la BCE, des chocs énergétiques récurrents ou de l'alourdissement de la dette souveraine mondiale, impose une discipline de gestion rigoureuse pour la fin de l'exercice 2026. Nous suggérons de maintenir des durations et des maturités obligataires strictement réduites afin de se prémunir contre la volatilité persistante des taux longs, tout en préparant des stratégies d'accumulation progressive sur les segments de qualité offrant des rendements réels redevenus attractifs. Dans le segment actions, les positions sous-pondérées et défensives doivent être conservées en privilégiant les valeurs de substance dotées d'une excellente visibilité sur leurs flux de trésorerie. Les matières premières restent privilégiées pour amortir les risques inflationnistes et géopolitiques, tout en capitalisant sur la force des devises de réserve comme le dollar américain.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- De la résilience à la stagflation, le grand virage des économies
- Pentification historique des courbes de taux
- Le dollar à l'épreuve des incertitudes, de la dette, des élections et du ralentissement conjoncturel
- Marchés actions au bord du point de rupture

De la résilience à la stagflation, le grand virage des économies

L'illusion d'un atterrissage en douceur des économies développées semble progressivement remise en question sous l'effet de statistiques pointant de plus en plus vers un ralentissement de la croissance proche de zéro dans certaines économies. L'effet d'entraînement des chocs énergétiques récents, le baril de Brent se maintenant au-dessus de 100\$, combiné à la rigidité des politiques monétaires restrictives, place les économies occidentales face au scénario redouté de stagnation économique marquée, doublée d'une inflation persistante. La stagflation n'est plus un risque lointain; elle devient une probabilité de plus en plus forte et une réalité opérationnelle des prochains mois. Si les États-Unis ont longtemps affiché une résilience insolente, les clignotants virent au rouge pour la fin de l'année. Les prévisions intègrent désormais une forte probabilité de cassure de la dynamique de croissance, confirmée par un PIB du T3 en dessous de +1.5%. L'effet de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières (portant l'indice global des matières premières à des hausses trimestrielles de plus de 25%) a fini par éroder l'épargne résiduelle des ménages américains. La consommation, moteur historique du PIB, s'essouffle sous le poids d'un indice Core PCE qui s'accroche durablement au-dessus de +3%. La Réserve Fédérale, prise au piège par cette inflation tenace et les pressions sur les coûts, est contrainte de durcir sa politique et de monter ses taux directeurs. Le coût du capital affecte l'investissement des entreprises, tandis que le franchissement du seuil critique des 40'000 milliards de dollars de dette publique fédérale renforce la concurrence féroce sur les liquidités face aux besoins de la tech. Le risque d'un coup de frein plus brutal de l'activité s'est dès lors intensifié. Plus sensible encore aux cycles immobiliers et à l'endettement, l'économie canadienne subit de plein fouet la baisse de la demande américaine. De l'autre côté de l'Atlantique, la situation est plus critique. L'Europe et le Royaume-Uni n'ont pas les amortisseurs structurels des États-Unis et s'enfoncent déjà dans la stagflation. La croissance de la Zone Euro est projetée en déclin, flirtant avec une stagnation technique. L'Allemagne ne parvient pas à redémarrer, asphyxiée par des coûts énergétiques structurellement élevés. La BCE fait dès lors face à un dilemme insoluble: l'activité exige une détente des taux, mais l'inflation importée lui lie les mains. Le Royaume-Uni combine une croissance anémique à une inflation des services qui refuse de plier, imposant des arbitrages budgétaires sévères. La fin de l'année semble de fait de plus en plus menacée par le spectre de la stagflation.

Pentification historique des courbes de taux

Les marchés obligataires internationaux traversent une phase de reconfiguration majeure en ce second semestre 2026. La dynamique des courbes de taux dans les pays développés met en lumière un conflit analytique profond entre les impératifs des banques centrales et les exigences de compensation des investisseurs institutionnels. Nos analyses récentes confirment que nous entrons dans un régime de marché inédit, marqué par une pentification prononcée des courbes, sous l'effet conjugué des tensions inflationnistes et de l'alourdissement massif des dettes souveraines. La partie courte reste sous la surveillance étroite des banques centrales. Face à une économie globale prise en étau entre des pressions sur les coûts de l'énergie et une croissance qui s'essouffle, la Réserve Fédérale et la Banque Centrale Européenne ont opté pour la mise en œuvre d'une politique restrictive et une hausse des taux directeurs, n'excluant aucun

ajustement supplémentaire si les indices de prix continuent de défier leurs prévisions. Les banques centrales font face à un dilemme complexe lié à la situation spécifique du cycle inflationniste actuel. L'inflation actuelle ne découle en effet pas d'une surchauffe par la demande, mais de chocs d'offre exogènes (tensions géopolitiques persistantes sur les routes énergétiques et fragmentation des chaînes logistiques). Conscientes qu'un resserrement excessif serait inefficace pour rouvrir des corridors d'approvisionnement tout en risquant de détruire inutilement l'activité, les banques centrales naviguent entre crédibilité anti-inflationniste et préservation de la croissance. À l'échelle internationale, la probabilité de hausses additionnelles de taux varie selon les zones. Elle demeure bien réelle aux États-Unis, en Europe, au Canada et en Australie face à la persistance des pressions salariales et des coûts d'importation. À l'inverse, la Banque du Japon (BoJ) poursuit sa normalisation progressive pour contrer la faiblesse du yen, tandis que la Chine se distingue par une politique monétaire résolument accommodante et des mesures de relance ciblées pour soutenir son secteur immobilier et stabiliser sa croissance intérieure, à contre-courant du resserrement occidental. À l'autre extrémité de la courbe, les taux à long terme échappent au contrôle direct des instituts d'émission et reflètent le diagnostic sans appel des investisseurs. Le franchissement du seuil historique des 40'000 milliards de dollars de dette publique fédérale aux États-Unis, combiné à la concurrence féroce des besoins de financement capitalistiques de la tech et de l'intelligence artificielle, s'est traduit par une explosion des primes de terme. Exigeant une compensation accrue face à l'érosion programmée de leur pouvoir d'achat et aux risques budgétaires, les marchés propulsent les rendements obligataires à 10 ans vers des sommets (flirtant avec les 5,3% aux USA). Cette conjonction de taux courts maintenus sous tension et de taux longs propulsés par la prime de risque consolide durablement une pentification historique des courbes de rendement.

Le dollar à l'épreuve des incertitudes, dette, élections, ralentissement

Alors que l'année 2026 s'est ouverte sous le signe d'une transition monétaire mondiale complexe, le paysage des changes a été profondément redessiné au cours de l'année. Après avoir subi une érosion notable en 2025, le dollar américain (USD) s'est imposé comme le pivot de l'économie globale, soutenu par la divergence macroéconomique, la persistance de taux d'intérêt élevés et le recyclage des flux liés aux chocs énergétiques. Cependant, en cette fin d'année, la dynamique haussière du billet vert fait face à des risques émergents susceptibles de limiter sa progression. Si la domination du dollar est restée alimentée par le différentiel de taux et l'attrait des actifs américains dans un contexte de résilience économique et de marchés financiers dopés par le cycle de l'IA, l'émergence d'un ralentissement conjoncturel aux États-Unis commence à peser sur le sentiment des investisseurs. L'essoufflement graduel du marché du travail, conjugué à l'épuisement de l'épargne des ménages face à un niveau d'inflation tenace, érode progressivement l'exceptionnalisme américain sans pour autant déjà le remettre en question. De plus, la charge insoutenable de la dette publique fédérale, qui a franchi le seuil critique des 40'000 milliards de dollars, le service de la dette rendu plus coûteux par la hausse des taux de l'été et le creusement des déficits budgétaires, jurent avec la soutenabilité à long terme de la devise, incitant certains investisseurs institutionnels à réévaluer leur exposition. Parallèlement, la normalisation en cours menée par la Banque du Japon (BoJ) et

a longtemps profité au dollar. Ainsi, bien que les fondamentaux structurels et la valeur refuge de l'USD demeurent robustes face aux incertitudes géopolitiques, l'accumulation de ces vulnérabilités conjoncturelles et budgétaires annonce une fin de cycle haussière plus incertaine et volatile pour le début de l'année 2027. En effet, les fondements de cette suprématie unilatérale sont bousculés par de nouveaux risques structurels et politiques qui émergent. Si l'attrait des actifs américains et la politique restrictive de la Fed ont un temps soutenu la devise, l'émergence d'un ralentissement conjoncturel aux États-Unis commence à entamer la confiance des investisseurs. Mais l'approche des élections de mi-mandat au début de novembre peut encore apporter de nouvelles sources d'incertitude et d'instabilité dans les marchés financiers qui pourraient affecter l'intérêt et la confiance des investisseurs et logiquement la demande mondiale de dollars. Le paysage politique peut par ailleurs radicalement changer le 3 novembre en cas de victoire complète des démocrates aux élections du Congrès américain. Une victoire bleue ne semblait pas probable jusqu'à il y a peu, mais désormais ce scénario gagne en crédibilité. En cas de revers électoral pour les républicains lors des élections de mi-mandat de novembre, l'incapacité politique à légiférer ou un blocage institutionnel à Washington risquent de paralyser l'agenda économique et fiscal. Ce scénario politique, combiné au retour en force de la volatilité sur les marchés d'actions et de taux, pourrait briser la dynamique haussière du dollar. Les investisseurs, confrontés à une instabilité accrue, pourraient alors réallouer leurs capitaux vers d'autres zones géographiques, marquant une transition vers une phase de consolidation, voire de repli prononcé pour la devise américaine au début de l'année 2027.

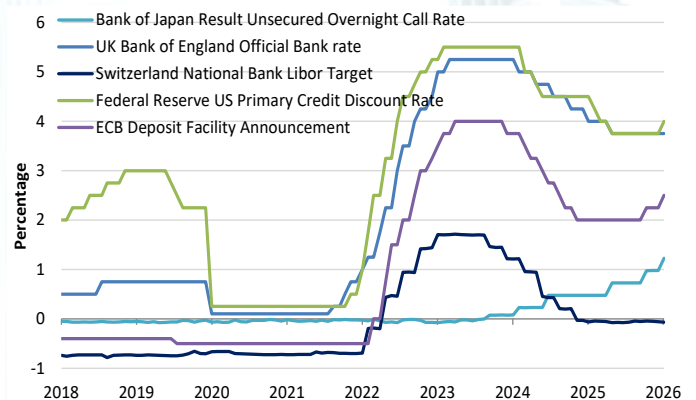
Marchés actions au bord du point de rupture

Les actifs financiers américains font face à des risques croissants de consolidation, portés par la convergence de facteurs macroéconomiques, monétaires, politiques et structurels plus lourds en cette fin d'année 2026. L'essoufflement de l'activité économique commence à entamer la confiance des investisseurs, tandis que la politique monétaire restrictive de la Réserve Fédérale, contrainte de maintenir ses taux directeurs sous tension face à une inflation tenace et aux chocs d'offre, pèse lourdement sur les valorisations. Les multiples de valorisation du S&P500, qui s'étaient maintenus sur des niveaux historiquement élevés (avec un ratio cours/bénéfices prévisionnel (forward P/E) supérieur à 21x), apparaissent de plus en plus déconnectés d'une réalité macroéconomique marquée par un atterrissage en douceur poussif et des risques de révisions baissières sur les résultats des entreprises. À ces pressions s'ajoute l'incertitude majeure liée aux élections de mi-mandat de novembre. Un revers électoral pour les républicains risquerait de paralyser l'exécutif, aggravant les dérives du budget fédéral et de la trajectoire de la dette publique, tout en érodant la crédibilité et le statut international du dollar. Sur le plan technique et boursier, la fragilité des marchés se lit également dans la dégradation prononcée du market breadth (l'essoufflement de la largeur du marché). La surperformance des indices est depuis trop longtemps portée de manière ultra-minoritaire par quelques géants de la technologie, tandis que la majorité des actions composant le S&P500 ou le Russell 2000 subissent des pressions baissières et évoluent sous leurs moyennes mobiles de long terme. Cette concentration excessive des flux rend l'édifice boursier extrêmement vulnérable à la moindre correction des valeurs technologiques. Dans ce climat d'instabilité politique et de retour en force de la volatilité, les investisseurs institutionnels pourraient enclencher des prises de profits massives à l'approche de la fin de l'exercice. Ce mouvement de désengagement des actions serait d'autant plus marqué qu'un basculement stratégique pourrait s'opérer entre actions et obligations. Après les fortes hausses de rendement enregistrées (les taux souverains à 10 ans frôlant les 5.3%), les obligations offrent de nouveau des primes de risque attractives et des rendements réels de plus en plus difficiles à ignorer pour les gestionnaires d'actifs institutionnels. Les taux directeurs et les taux longs s'approchant potentiellement de leurs sommets à mesure que le ralentissement se précise, le contraste surprend l'ensemble des observateurs face à des marchés actions maintenus à des sommets artificiels alors même que la clarté économique fait défaut. Les indicateurs statistiques et quantitatifs suggèrent ainsi un risque de décrochage prononcé des indices, les marchés actions étant désormais hautement exposés à un retournement brutal si ces paramètres de valorisation, de largeur de marché et d'incertitude politique venaient à se conjuguer défavorablement.

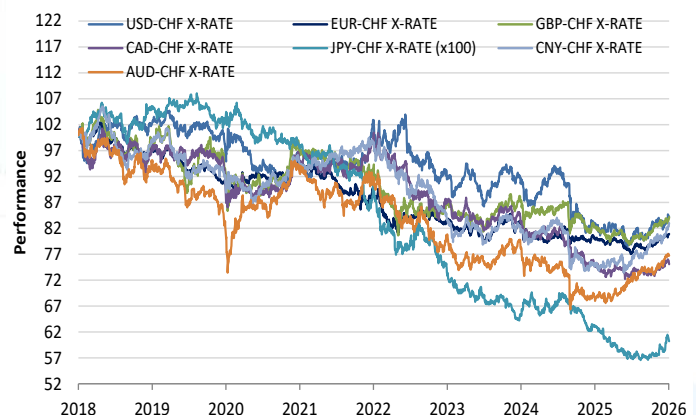
Les matières premières : Atout maître de la diversification

Dans un environnement macroéconomique complexe caractérisé par une inflation persistante ancrée dans le cours des ressources, un durcissement prolongé des politiques monétaires et le spectre d'un ralentissement conjoncturel, voire de la stagflation, les matières premières s'imposent comme l'actif de diversification par excellence pour dynamiser et protéger les portefeuilles. Contrairement aux marchés d'actions et d'obligations qui pâtissent de la hausse du coût du capital et de la compression des multiples de valorisation, elles bénéficient d'un ancrage direct dans l'économie réelle et captent l'inflation à la source. Cette résilience est considérablement renforcée par les réalités géopolitiques actuelles, où la quête de souveraineté énergétique et l'approvisionnement en métaux critiques créent une prime de risque structurelle et durable sur les ressources physiques. En parallèle, les métaux précieux jouent un rôle de refuge inégalé, offrant une décorrélation totale et une protection indispensable contre l'accumulation des dettes souveraines et les turbulences des marchés d'actions. Les matières premières représentent le moteur stratégique idéal pour transformer les incertitudes actuelles en un puissant levier de performance alternatif aux autres classes d'actifs.

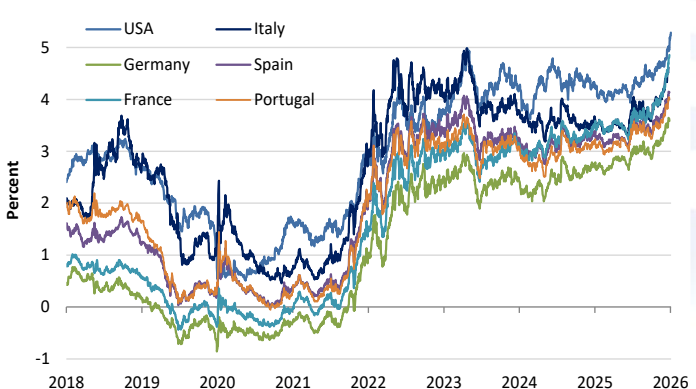
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



7 principales devises contre CHF (base 100)



Taux gouvernementaux à 10 ans



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Vers un essoufflement généralisé de la croissance mondiale
- Etats-Unis : Décélération attendue du PIB au T3 et T4
- Zone euro : Risques d'une stagnation prolongée au T4
- Suisse : Normalisation de la dynamique économique au S2
- Japon : T3 stabilisé entre redressement interne et risques externes au T4
- Chine: PIB du S2 soutenu par les dépenses budgétaires



Vers un essoufflement généralisé de la croissance mondiale

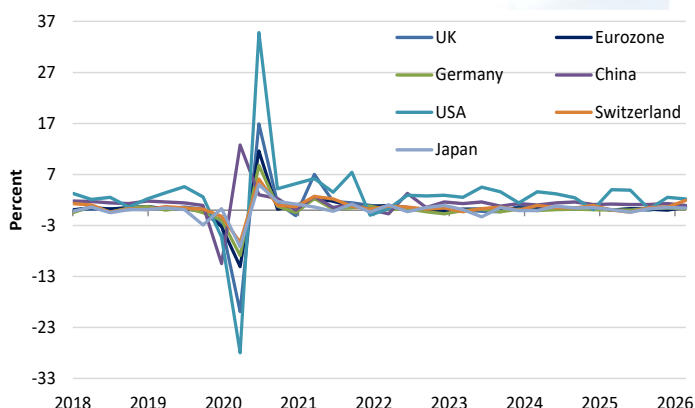
La croissance mondiale enregistre une décélération sensible au troisième trimestre 2026, marquant la transition d'une résilience tardive vers un ralentissement plus perceptible qui devrait se prolonger au quatrième trimestre. Cette trajectoire modérée est confirmée par les statistiques économiques dans de nombreux pays qui soulignent l'essoufflement progressif des moteurs économiques traditionnels face à la persistance de conditions financières restrictives. Cette évolution s'explique d'ailleurs d'avantages par la perception des investisseurs sur l'évolution prochaine de l'inflation et des futures décisions de hausse des taux des banques centrales que par la réalité concrète des mesures déjà prises par celles-ci. L'ajustement brutal des courbes de taux et des coûts de financement sur toutes les échéances va avoir des effets de plus en plus nets au cours des prochains mois sur la consommation et l'investissement. Aux États-Unis, la décélération du PIB au T3 s'établit dans une fourchette modeste de +1.2% à +1.5%, pénalisée par l'épuisement de l'épargne de précaution des ménages et un net fléchissement des créations d'emplois, une tendance qui devrait peser sur la consommation en fin d'année. En zone euro, l'activité stagne avec une croissance estimée à +0.1% au T3, prise en étau entre la faiblesse de l'industrie, la prudence des consommateurs et la persistance d'une inflation globale à +3.2%, tandis que la Suisse connaît une normalisation de son PIB trimestriel attendu entre +0.2% et +0.3% après un pic printanier. Le Royaume-Uni parvient à éviter la récession grâce à une résistance inattendue de ses services et de son marché du travail, avec sur une expansion modeste et stable de +0.2% à +0.3% par trimestre. De son côté, le Japon stabilise sa croissance autour de +0.2% à +0.3% au S2, celle-ci étant suspendue entre la reprise de sa demande intérieure, les investissements technologiques et la volatilité des marchés extérieurs. Parallèlement, les autres grandes régions affichent des dynamiques contrastées. Tout d'abord, la Chine et les pays émergents d'Asie font face à un essoufflement graduel de leurs exportations manufacturières en raison du fléchissement de la demande occidentale, bien que les mesures de soutien ciblées amortissent le repli. Au Canada et en Australie, l'impact prolongé de taux d'intérêt élevés freine nettement le marché immobilier et pèse sur

la consommation intérieure. Globalement, le fléchissement de la tendance semble bien généralisé, ancrant l'ensemble de l'économie mondiale dans un régime de croissance atone pour le dernier trimestre 2026. Le dernier trimestre devrait marquer une nette décélération à +1.8% grâce au soutien de l'Asie et des émergents (+4%) dans un contexte morose pour les pays industrialisés, avec une croissance proche de zéro en zone euro.

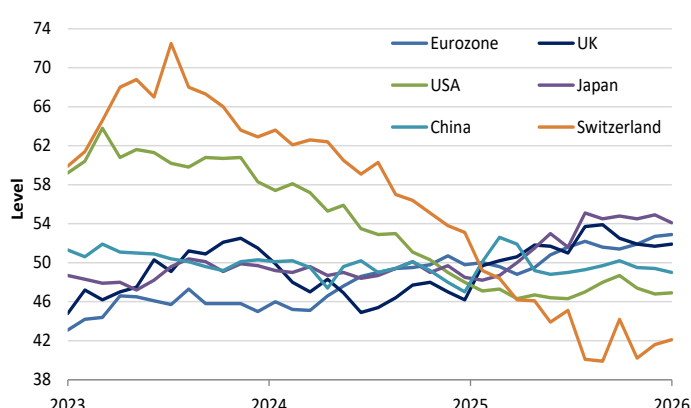
Etats-Unis : Décélération attendue du PIB au T3 et T4

L'analyse de la conjoncture américaine au terme du troisième trimestre 2026 confirme le passage d'une résilience tardive à un ralentissement perceptible, alors que les poches de fragilité accumulées sous la surface commencent à produire leurs effets. Après la révision du PIB du T2 à +2.2%, les données disponibles en fin de trimestre traduisent un fléchissement plus net du moteur de l'emploi. Le rapport sur l'emploi non-agricole de septembre n'enregistre en effet que +29'000 créations nettes de postes, stabilisant le chômage à 4.2%. Ce coup de frein s'accompagne d'une modération des salaires (+3.0% sur un an), réduisant la pression sur les services mais amputant le revenu disponible réel. En parallèle, les projections du PIB du T3 convergent désormais vers une fourchette modeste de +1.2% à +1.5%, sous l'impact direct de trois vulnérabilités majeures. D'abord, la consommation des ménages touche à ses limites avec notamment l'épuisement total de l'épargne de précaution accumulée durant la pandémie, qui a entraîné un recours massif au crédit pour maintenir le niveau de consommation des ménages. Ensuite, le tissu des PME et de l'immobilier commercial commence à subir plus fortement les effets de la forte progression des coûts de financement à des taux d'intérêt élevés, ce qui pèse sur les marges et menace l'équilibre financier de certaines banques régionales. Enfin, le niveau élevé des émissions du Trésor pour financer le déficit public maintient une pression haussière constante sur les taux obligataires à 10 ans et sur les coûts du crédit hypothécaire, les taux à 30 ans ayant dépassé 7%.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



Zone euro : Risques d'une stagnation prolongée au T4

Le paysage économique de la zone euro au T3 se révèle plus nuancé que prévu. Marquée par la faiblesse persistante de l'industrie et la modération des services, l'activité peine à accélérer pendant l'été, confirmant un scénario économique globalement marqué par la prudence des consommateurs. L'année 2026 se poursuit sur une trajectoire très modérée et les estimations pour le T3 excluent une récession profonde, mais n'anticipent pas pour autant de franc rebond. La croissance devrait rester au mieux atone et s'établir à +0.1%, validant encore notre scénario de stagnation et de plafonnement de l'activité au cours de ce 3ème trimestre. Cette trajectoire témoigne de la lente digestion des chocs passés par le tissu productif européen, une dynamique appelée à se prolonger dans les prochains mois. Les prévisions macroéconomiques annuelles ont logiquement fait l'objet de réajustements mesurés. L'enquête SPF (Survey of Professional Forecasters) de la BCE et le consensus convergent vers une perspective de croissance pour l'année 2026 fixée à +0.8%, traduisant la modestie de la reprise. Notre scénario central privilégie un environnement de croissance très faible, qui devrait marquer l'ensemble du second semestre 2026. Les prix de l'énergie, après s'être apaisés depuis les sommets d'incertitude du T2, sont repartis à la hausse et exercent une pression sur l'indice des prix à la consommation. Alors que la cible des 2% visée par la BCE s'éloigne avec une inflation globale désormais à +3.2%, le segment des transports s'affiche toujours comme l'un des principaux contributeurs à l'inflation. La demande intérieure reste affectée par l'incertitude, avec une consommation des ménages qui peine à redémarrer fermement. Bien que les hausses de salaires nominaux restent dynamiques, elles ne compensent que très progressivement les pertes de pouvoir d'achat accumulées. Côté entreprises, l'investissement privé marque le pas en raison de conditions financières très restrictives après la hausse des taux décidée par la BCE en juin. L'investissement public (ciblé sur la transition numérique, les infrastructures stratégiques et la défense) devrait permettre d'amortir partiellement de tels replis d'activité.

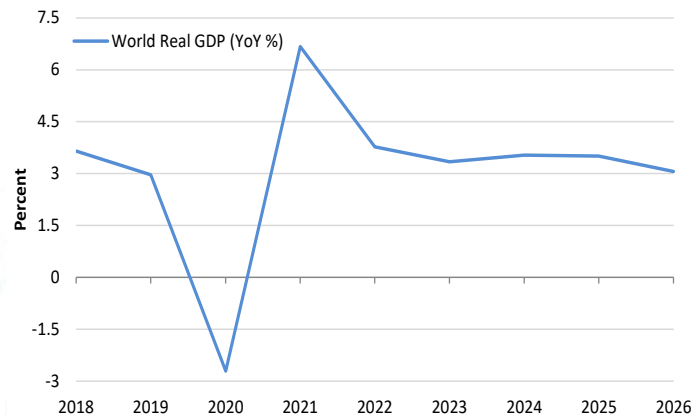
Suisse : Normalisation de la dynamique économique au S2

Pour le T3 et la fin de l'année 2026, on devrait assister à une normalisation progressive de la croissance économique suisse, après le pic exceptionnel enregistré au deuxième trimestre. Les économistes du SECO, du KOF et des grandes institutions bancaires anticipent désormais une décélération de l'activité au troisième trimestre, avec une progression du PIB plus modérée estimée entre +0.2% et +0.3% sur le trimestre. Ce ralentissement s'explique par la dissipation graduelle des effets d'entraînement dans la chimie-pharmacie et par la faiblesse persistante de la conjoncture industrielle européenne, notamment du côté allemand. Sur l'ensemble de l'exercice 2026, les prévisions de croissance sont de +1.3%, une trajectoire consolidée par les très bons chiffres du début d'année, mais bridée par plusieurs facteurs d'incertitude extérieurs. Parmi les principaux vecteurs d'influence figure d'abord la tenue des exportations hors pharmacie, qui demeurent sous la pression de la force du franc suisse malgré les récentes corrections et une demande mondiale hésitante. Ensuite, la consommation privée devrait néanmoins marquer le pas face à l'évolution de l'inflation (+0.8% sur un an en août). La solidité du marché du travail apportera néanmoins une stabilité appréciable au pouvoir d'achat.

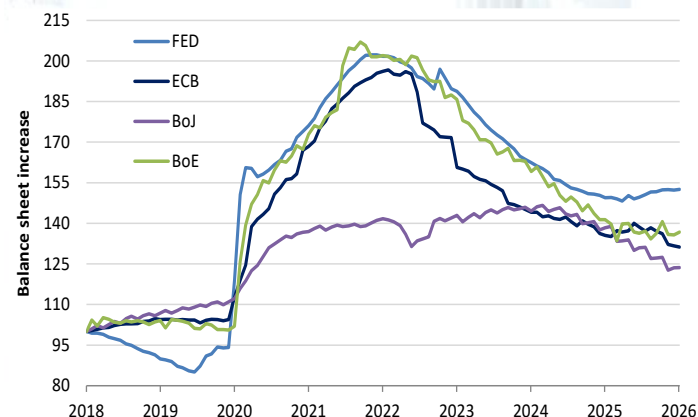
Royaume-Uni : L'économie évite la contraction malgré les chocs

En dépit de la persistance du conflit au Moyen-Orient et du maintien du baril de pétrole Brent au-dessus des 90-95\$, l'économie britannique est parvenue à éviter le scénario de stagflation sévère redouté en juin. L'ajustement s'est opéré par une réorganisation rapide des circuits d'approvisionnement industriels et par un soutien fiscal temporaire destiné à alléger les factures énergétiques d'entreprises. Bien que les tarifs du gaz naturel et des carburants restent extrêmement élevés, pesant sur les marges opérationnelles des usines, l'activité s'est stabilisée au cours des mois d'été. Les ventes au détail ont montré un redressement modéré en juillet et août, favorisées par un marché de l'emploi qui résiste et des règlements salariaux qui compensent désormais l'inflation courante.

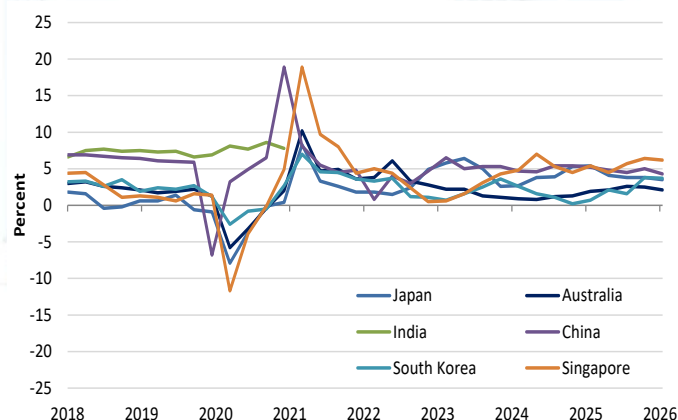
Croissance réelle de l'économie mondiale



Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index



La hausse des coûts d'importation demeure un facteur d'érosion pour le secteur productif, mais la répercussion sur les prix finaux s'est faite de manière plus graduelle que prévu. Les goulets d'étranglement logistiques internationaux se sont stabilisés sans provoquer les ruptures majeures redoutées au T2. Les prévisions pour le T3 tablent sur une expansion modeste de +0.2%, à nouveau portée par le secteur des services d'ingénierie, de finance et d'audit. Si l'environnement reste incontestablement contraint par le coût élevé du crédit et les politiques d'austérité budgétaire ciblées, la menace immédiate d'une récession technique s'est éloignée pour le deuxième semestre de l'année 2026. La trajectoire s'apparente davantage à un régime de croissance faible mais positive, oscillant entre +0.2% et +0.3% par trimestre d'ici la fin de l'exercice. Les données de suivi à haute fréquence confirment que la demande agrégée a fait preuve d'une élasticité remarquable face au choc d'offre énergétique. L'absence de contraction au T2 s'explique par l'utilisation stratégique des trésoreries d'entreprises pour absorber la volatilité des intrants, plutôt que de procéder à des coupes budgétaires massives. L'indice de risque de récession à 12 mois est ainsi retombé de 45% en mai à 25%, traduisant un ancrage des anticipations, plus solide qu'estimé.

Japon : T3 stabilisé entre redressement interne et risques externes au T4

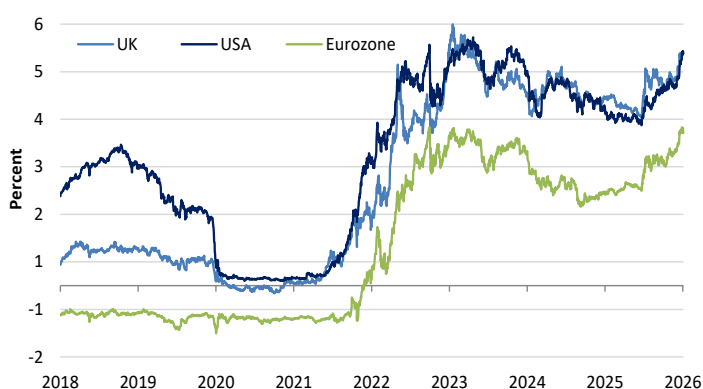
Les répercussions tardives de l'instabilité géopolitique et de la volatilité des intrants continuent de cadrer la trajectoire économique nipponne au T3. Le Japon, toujours sensible aux marchés mondiaux, commence à intégrer les effets de la demande technologique. Pour le T3 2026, l'enjeu majeur réside dans la capacité de la consommation à prendre le relais. L'assainissement progressif des prix des services rassure les ménages, mais le tableau macroéconomique demeure nuancé par la prudence des investissements fixes. Les gains de pouvoir d'achat, désormais visibles dans le secteur tertiaire, offrent un soutien bienvenu à la dépense des ménages. Nous anticipons toutefois une modération de l'activité manufacturière sur le trimestre, limitée par les ajustements d'inventaires à l'exportation. La poursuite des investissements dans la numérisation et l'automatisation engagée par les entreprises pour contrer le déficit de main-d'œuvre devrait néanmoins soutenir la composante du Capex, évitant un repli marqué du PIB, qui s'établirait probablement autour de +0.2% en rythme trimestriel. Sur le front monétaire, le dilemme de la BoJ reste bien présent. Face à un yen qui

subit des ajustements erratiques et oscille en dessous de 155 JPY/USD, en raison des écarts de taux résiduels, la BoJ poursuit une hausse graduelle de ses taux. Elle cherche à ancrer durablement les anticipations d'inflation sans pour autant étouffer la reprise du crédit ni pénaliser la demande privée. L'équilibre fragile du milieu d'année laisse la place à une politique conjoncturelle prudente. Le gouvernement japonais ajuste ses dispositifs de soutien ciblés sur l'énergie, limitant l'impact direct sur les budgets des ménages, tout en encadrant la dette. En parallèle, la dynamique soutenue des expéditions de semi-conducteurs vers l'Asie apporte un levier d'entraînement déterminant aux grands groupes, amortissant le ralentissement de la demande globale. L'horizon du T3 reste toutefois tributaire des équilibres économiques extérieurs. Si la demande internationale fléchit davantage, le ralentissement des commandes industrielles extérieures pèsera sur les marges opérationnelles, bridant le redressement de la formation de capital. La trajectoire économique dépend ainsi d'une course de vitesse décisive entre la consolidation de la demande intérieure autonome et la résilience des canaux d'exportation régionaux. La croissance devrait se stabiliser à +0.3% au T3 et T4.

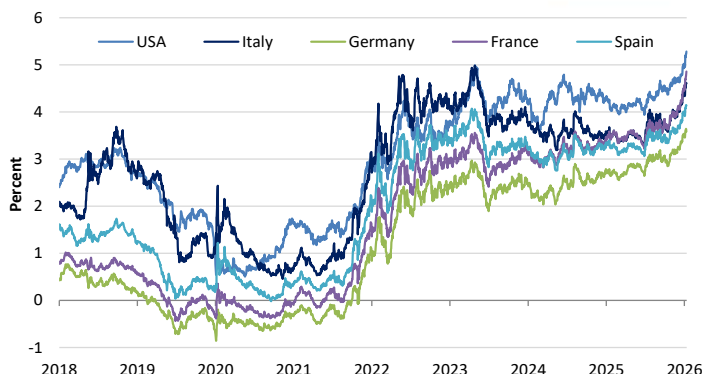
Chine: PIB du S2 soutenu par les dépenses budgétaires

Le consensus table désormais sur un atterrissage du PIB autour de +4.5% à +4.6% pour l'ensemble de l'exercice 2026, un résultat qui ne sera rendu possible que par l'accélération massive du volet budgétaire de l'État central au cours du second semestre. Prenant acte de l'impuissance relative de la seule politique monétaire, le ministère des Finances a finalisé durant l'été le calendrier d'émission d'une enveloppe massive de 1'300 milliards de yuans d'obligations d'État spéciales ultra-longues afin d'irriguer directement l'économie réelle. Ce soutien direct s'accompagne d'une accélération marquée de la consommation publique qui vient directement compenser la modération de la consommation privée des ménages dans le calcul agrégé du PIB. En définitive, alors que la contribution nette des exportations au PIB devrait s'éroder progressivement au T4, la mobilisation active du bilan de l'État central apparaît comme l'ultime rempart permettant à la Chine de contenir le glissement de son activité et d'éviter un décrochage du PIB sous la barre des +4.2% pour le T4.

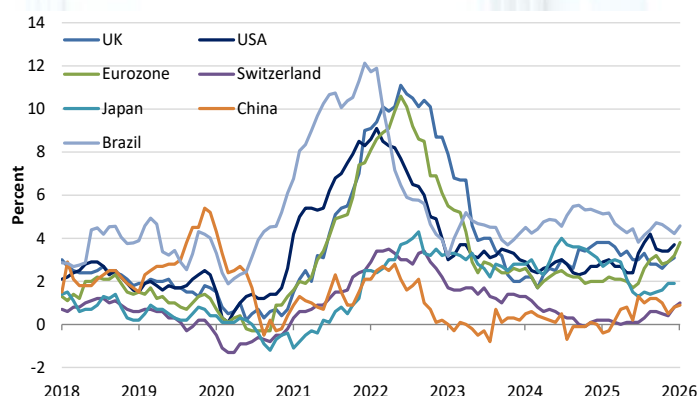
Taux gouvernementaux à 2 ans



Taux gouvernementaux à 10 ans



Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI

