

SEPTEMBRE 2026

CROISSANCE : UNE RESILIENCE REMARQUABLE, MALGRE LES CHOCS

La reprise des tensions entre l'Iran et les États-Unis, malgré l'accord conclu en juin, a compromis les espoirs d'une résolution rapide des perturbations sur les marchés énergétiques, entraînant une nouvelle hausse des prix de l'énergie. Le scénario le plus probable nous semble désormais celui d'un conflit prolongé, mais sans aggravation majeure, se traduisant par des prix de l'énergie durablement élevés, sans toutefois provoquer de nouveau choc significatif.

Malgré ce contexte, l'économie mondiale fait preuve d'une résilience remarquable, soutenue par des politiques budgétaires accommodantes, le rebond cyclique de l'industrie après une année 2025 difficile et, surtout, par un cycle d'investissement historique dans l'intelligence artificielle, la défense et les infrastructures. Ces facteurs, qui ont permis à la croissance mondiale de se maintenir au-dessus de 3 % au premier semestre, devraient continuer à soutenir l'activité au cours des prochains trimestres. La croissance devrait ainsi rester solide d'ici la fin de l'année avant de connaître une légère accélération l'an prochain, notamment en Europe.

La contrepartie de cette résilience de l'activité face à la hausse des coûts de l'énergie est une inflation qui devrait rester nettement supérieure aux objectifs des banques centrales pendant encore plusieurs mois et ne commencer à ralentir qu'au printemps prochain. Notons toutefois que l'inflation sous-jacente n'accélère pas, contrairement à ce qui avait été observé en 2021-2022, ce qui suggère que le risque d'une inflation durablement élevée demeure contenu. Nous anticipons ainsi une poursuite de la hausse de l'inflation en zone euro jusqu'au début de 2027, avant un retour progressif vers 2 % d'ici la fin de l'année prochaine.

Dans ce contexte plus inflationniste à court terme, les banques centrales ont adopté un discours plus restrictif au cours de l'été, ce qui suggère de nouvelles hausses de taux directeurs dans les prochains mois. La BCE n'en a pas fini avec son ajustement monétaire, après sa première hausse de taux en juin, et nous en prévoyons une supplémentaire, qui pourraient atteindre 2,75 % d'ici à la fin de l'année.

Du côté de la Fed, K. Warsh a clarifié son discours flou de juillet lors de la conférence de Jackson Hole fin août. Il a précisé que la Fed « devrait agir » si l'inflation ne converge pas suffisamment rapidement vers la cible de 2 %, en montant ses taux, au risque de déplaire à l'administration. Une prise de position cohérente avec notre scénario qui prévoit deux hausses de taux d'ici début 2027, ce qui nous semble nécessaire pour rassurer les marchés sur l'engagement anti-inflationniste de la Fed.

Pour les marchés financiers, à court terme, une inflation plus persistante, des taux d'intérêt plus élevés, des tensions géopolitiques ainsi que les échéances électorales risquent d'accroître la volatilité. D'autant que la saisonnalité n'est pas favorable aux actions et aux obligations longues. Toutefois, l'absence de choc inflationniste ou monétaire majeur devrait permettre la poursuite de la croissance des bénéfices des entreprises à moyen terme. Avec des valorisations moyennes, le contexte reste porteur pour les marchés à moyen terme.

Nous réduisons donc tactiquement notre exposition aux actions et privilégions les actifs de portage qui offrent désormais des rendements attractifs pour les prochaines semaines.

Sur les marchés obligataires, les taux très longs pourraient encore souffrir des risques inflationnistes, du volume croissant de refinancement des États et des incertitudes politiques. Nous privilégions donc les obligations à maturité courte ou intermédiaire, ainsi que les obligations indexées sur l'inflation, des deux côtés de l'Atlantique. Nous demeurons par ailleurs sélectifs à l'égard des dettes souveraines européennes.

Nous continuons également d'apprécier le crédit d'entreprise et la dette émergente, dont les primes restent historiquement basses, mais offrent un portage attractif face à des risques limités.



Sebastian PARIS-HORVITZ,
Directeur de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com



Xavier CHAPARD,
Adjoint au Responsable de la Recherche
xavier.chapard@lbpam.com

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La reprise des tensions entre l'Iran et les États-Unis a compromis les espoirs d'une résolution rapide du conflit et accentué les perturbations sur les marchés énergétiques. Après une nouvelle fermeture du détroit d'Ormuz, les prix de l'énergie se sont de nouveau envolés : le pétrole Brent a dépassé les 95 dollars le baril, tandis que le prix du gaz naturel a franchi le seuil de 70 EUR/MWh pour la première fois depuis 2023.

Nous intégrons désormais un enlèvement du conflit dans notre scénario central. Celui-ci implique des prix du pétrole et, surtout, du gaz européen plus élevés pendant une période prolongée, mais sans choc additionnel massif.

Dans le même temps, la principale surprise macroéconomique de l'été a été la résilience de la croissance mondiale face aux chocs. Celle-ci est en effet restée stable au T2, au-dessus de 3 %, malgré le choc énergétique. Elle a bénéficié de soutiens budgétaires dans certains grands pays (États-Unis, Allemagne, Japon) ainsi que de la poursuite des investissements dans l'IA et la défense. Surtout, la croissance apparaît aujourd'hui mieux répartie géographiquement, étant davantage portée par les économies développées au-delà des seuls États-Unis. Par ailleurs, l'activité semble avoir accéléré au cours de l'été. Le rebond de la confiance a soutenu la demande de services, qui s'est ajoutée à la reprise du cycle industriel. Dans ce contexte, l'indice PMI composite mondial a continué de progresser, atteignant en août son plus haut niveau depuis plus de deux ans à 53,5 points.

Face à cette résilience et malgré plusieurs vents contraires attendus en fin d'année, notamment la hausse des prix de l'énergie, le resserrement des conditions monétaires et les incertitudes politiques, nous avons légèrement relevé nos prévisions de croissance pour cette année, en particulier en Europe. Nous continuons également d'anticiper une croissance solide, proche du potentiel, en 2027. Celle-ci resterait proche de 2 % aux États-Unis, avoisinerait 1 % en zone euro cette année avant de connaître une légère accélération l'an prochain, tandis qu'en Chine elle ralentirait progressivement pour converger vers sa nouvelle cible de croissance de 4,5 %.

La contrepartie de la résilience de l'économie face à des chocs d'offre négatifs plus persistants est le maintien d'une inflation trop élevée. Depuis le début de l'année, l'inflation globale est repassée nettement au-dessus des objectifs des banques centrales sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, dépassant désormais 3 %, et ne devrait pas commencer à ralentir avant le printemps prochain. Au-delà des matières premières, l'inflation sous-jacente n'a pas

réaccélééré comme en 2021-2022. Elle a toutefois cessé de refluer et devrait mettre davantage de temps à revenir vers des niveaux compatibles avec les objectifs des banques centrales.

Les pressions haussières sur l'inflation, associées à la résilience de l'économie, ont conduit les banques centrales à adopter un ton plus dur cet été, en particulier le nouveau président de la Fed, nommé par Trump. Elles devraient néanmoins rester prudentes dans leur ajustement monétaire, compte tenu de la nature stagflationniste du choc énergétique, des risques limités d'inflation de second tour et du fait que leur politique était seulement neutre avant le choc. Nous anticipons que la BCE va remonter ses taux vers 2,75 % d'ici la fin de l'année, tandis que ceux de la Fed pourraient dépasser légèrement 4 % d'ici au début de 2027.

Marchés

Notre scénario est légèrement moins porteur pour les marchés que précédemment : l'inflation et les risques devraient rester élevés encore pendant plusieurs mois et les taux, courts comme longs, demeurer plus élevés, ce qui pourrait légèrement peser sur l'activité vers la fin de l'année. Mais, il reste positif pour les actifs risqués à moyen terme, parce que la résilience de la croissance à un niveau moyen devrait perdurer en l'absence de fort choc inflationniste ou monétaire, permettant une poursuite du cycle de hausse des profits.

Dans ce contexte, **nous réduisons tactiquement le risque au sein de notre allocation, en réduisant notre exposition aux actions**. Le positionnement assez offensif des investisseurs, la saisonnalité défavorable et la hausse des incertitudes géopolitiques et politiques à l'approche d'élections plaident pour un peu de prudence à court terme. **Nous gardons toutefois une position plus neutre sur le Japon** (distribution de dividendes) **et la Chine** (Tech moins chère que dans le reste du monde).

Nous privilégions par ailleurs les actifs de portage, y compris certains segments plus risqués, la remontée récente des taux ayant permis de restaurer des niveaux de rendement attractifs. **En revanche, nous demeurons prudents sur les maturités obligataires les plus longues**, dans un contexte marqué par l'augmentation des besoins de financement des États et l'ouverture des débats budgétaires pour 2027. **Nous privilégions ainsi les obligations souveraines de maturité courte ou intermédiaire, les obligations indexées sur l'inflation, le crédit d'entreprise et la dette émergente**.

SYNTHESE DES VUES 3 MOIS DE LA GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

Classe d'actifs	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Négatif	-
Souverains	Positif	=
Crédit	Positif	+
Monétaire	Neutre	=

Les marchés actions ont fait preuve d'une remarquable résilience depuis le début de l'année, soutenus par la solidité de l'activité économique mondiale et la bonne santé financière des entreprises (profits, bilans...). Ces fondamentaux devraient continuer à soutenir les marchés actions à moyen terme.

À court terme, toutefois, la prolongation du conflit au-delà des attentes, l'approche des échéances électorales, la persistance des tensions inflationnistes et géopolitiques ainsi que la perspective de nouvelles hausses de taux directeurs de la part des banques centrales devraient favoriser un regain de volatilité.

Dans ce contexte, nous prenons tactiquement nos bénéfices sur nos positions actions pour aller vers des actifs de portage : taux souverains, inflation, crédit IG et dette émergente. La forte remontée récente des taux permet de trouver des niveaux de rendement assez attractifs.

Actions	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Zone euro	Positif	--
Europe hors Euro	Positif	--
Reste Europe	Positif	--
États-Unis	Positif	--
Japon	Négatif	+
Chine	Positif	=
Marchés émergents	Positif	-

Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Convertibles	Positif	=

- Nous adoptons une vue plus prudente sur les actions pour le mois à venir du fait d'une dégradation de plusieurs métriques, même si les perspectives de moyen terme restent positives.
- La saison de publication des résultats a été d'excellente facture et permet des révisions de profit positives dans presque toutes les zones. C'est cohérent avec la résilience de l'économie, qui surprend globalement positivement depuis plus d'un an malgré les chocs. Mais cela devrait apporter moins de soutien dans les semaines à venir et la base de comparaison va être plus élevée à partir du T3, limitant les bonnes surprises.
- Par ailleurs les fondamentaux macro restent correctes mais marquent une légère dégradation (hausse plus durable de l'énergie et des taux d'intérêt, indicateur de confiance déjà normalisé). De plus, si les valorisations absolues se sont détendues, les valorisations relatives des actions face aux autres classes d'actifs marquent le pas du fait de la hausse des taux. Enfin le positionnement est déjà très optimiste avec des niveaux élevés d'exposition à la hausse des investisseurs, notamment en Europe, ce qui augmente le risque de consolidation à court terme.
- Nous rehaussons notre vue sur le Japon du fait d'une saisonnalité plus favorable, liée à la distribution des dividendes. Sur les Emergents, nous abaïssons aussi notre exposition à cause de la corrélation avec le S&P500 mais conservons notre vue légèrement positive sur la Chine car le potentiel plan de relance que nous anticipons n'est plus attendu par le marché.

- Les obligations convertibles globales performent encore en août, dans le sillage des marchés actions américaines même si elles faiblissent un peu en Europe.
- Nous pensons que cette classe d'actifs va continuer à bénéficier de son comportement asymétrique en cette période de rupture (technologique, géopolitique...) donc d'incertitude. Elles restent intéressantes grâce à 1/ des valorisations moins tendues que pour les autres actifs risqués (surtout en Europe) et 2/ un marché primaire très prolifique, de bonne qualité et plus diversifié (134 mds de dollars cette année dont 25 mds\$ émis en août).

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Sud de la zone euro	Neutre	=
Cœur Euro	Positif	-
États-Unis	Positif	-
Indexé inflation	Négatif	++

Crédit	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
IG zone euro	Neutre	=
Cross Over zone euro	Neutre	=
HY zone euro	Neutre	=
IG États-Unis	Neutre	=

Devise et Matières premières	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
EUR/USD	Neutre	-
Pétrole brut	Négatif	+
Or	Positif	--

- Compte tenu du risque d'enlèvement du conflit au Moyen-Orient et de ses conséquences potentielles en termes d'inflation et de resserrement monétaire, nous adoptons une vue beaucoup plus neutre sur les marchés obligataires globaux. D'autant que l'on entre dans une saisonnalité défavorable avec la hausse du refinancement des trésors, la période de discussions budgétaires (surtout en Europe) et de hausse des risques électoraux (Mid-Terms aux USA, début de campagne présidentielle en France...). Ainsi, la prime de la France pourrait souffrir davantage.
- Cela dit, les maturités plus courtes bénéficient déjà d'une anticipation de hausse de taux directeurs plus agressive que nous l'anticipons et les points morts d'inflation devraient retrouver de l'attrait dans un contexte de choc énergétique plus long qu'anticipé.

- Le mois d'août avait commencé dans le calme pour le gisement crédit, mais le primaire l'a réveillé un peu plus tôt que prévu. Cela n'a pas empêché les marges de crédit, notamment High Yield, de se resserrer encore, avec un point bas historique sur 19 ans atteint sur les notations BB.
- Nous attendons un marché primaire dynamique pour la rentrée. De manière assez traditionnelle. Il devrait être bien absorbé par les investisseurs, attirés par des rendements en hausse grâce à la hausse des taux, surtout sur l'IG. Mais le niveau très bas des primes de risques offre peu de potentiel d'appréciation et de protection en cas de mauvaises surprises (politiques, sur les taux...). Ainsi, entre rendement élevé et marges serrées, nous prolongeons notre stratégie de portage sur la classe d'actif restant diversifiée sur les différents segments du marché du crédit.

- La relative faiblesse du dollar observée durant l'été ne nous paraît pas devoir perdurer. Les chiffres macro se sont certes montrés résilients en zone euro par rapport à des attentes très faibles, mais la dynamique de croissance devrait rester modeste, notamment dans un contexte de persistance des pressions haussières pour l'énergie. Le risque politique à l'approche d'un calendrier chargé en termes d'élections représente également un vent contraire. Dans ce contexte nous anticipons un rebond limité du dollar avec une cible à 1.15 à l'horizon 3 mois.
- Dans notre scénario d'enlèvement sans escalade pour le détroit d'Ormuz, le pétrole devrait évoluer dans une fourchette élevée avec un biais légèrement baissier. Le tassement de la demande mondiale, notamment en Chine, et les anticipations d'une hausse de l'offre en provenance du Venezuela à moyen terme constituent des facteurs modérateurs. Toutefois, les risques géopolitiques persistants au Moyen-Orient ainsi qu'un niveau de stocks assez contraint devraient maintenir une prime de risque significative sur les cours et empêcher un repli marqué du brut.
- Le prix de l'or devrait consolider dans les prochains mois à cause de la hausse des taux réels, même si les risques géopolitiques persistants et les achats des banques centrales restent un soutien.

Les informations sont données à titre purement indicatif et ne sauraient engager la responsabilité de LBP AM quant à leur caractère précis ou pérenne. Les informations communiquées reflètent l'opinion de LBP AM au jour de leur établissement en fonction du contexte économique et réglementaire du moment. Ce document ne constitue ni un avis juridique ni fiscal. Ce document n'est ni reproductible, ni transmissible, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de LBP AM, laquelle ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait être faite du document par un tiers.