

OCTOBRE 2026

## UNE CERTAINE VIGILANCE DANS UN CONTEXTE PARADOXAL

L'environnement de marché reste paradoxal. D'un côté, les vents contraires se multiplient et vont peser sur l'économie à moyen terme : des prix de l'énergie durablement élevés, une hausse des taux directeurs, ainsi que des taux longs et une multiplication des risques politiques. Mais de l'autre, la conjoncture reste très solide et soutient un dynamisme exceptionnel des profits des entreprises.

Les indicateurs d'activité publiés ces dernières semaines indiquent que la croissance fait mieux que résister cet été et est plus équilibrée, en termes de secteurs comme de géographie. Cette dynamique est alimentée par plusieurs moteurs puissants : les investissements massifs dans l'IA, la défense et les infrastructures, le rebond du cycle industriel après la guerre commerciale de l'année dernière et les politiques budgétaires globalement accommodantes. Ces moteurs devraient rester porteurs en fin d'année, mais leur soutien sera moins important l'année prochaine.

La contrepartie de la résistance de l'activité face aux chocs en cours est que l'inflation cesse de converger en tendance vers les cibles. Face à cette situation, les banques centrales adoptent une posture plus restrictive afin de préserver leur crédibilité. La BCE, la Banque du Japon (BoJ) et désormais la Réserve fédérale américaine ont recommencé à relever leurs taux et indiquent que ce n'est pas fini.

La résilience de la croissance, la persistance de l'inflation et le resserrement des politiques monétaires ont provoqué une nouvelle remontée des rendements obligataires, qui atteignent aujourd'hui des plus hauts depuis le début du siècle. C'est un frein supplémentaire pour l'activité dans les prochains trimestres.

Notre scénario intègre un enlèvement sans escalade au Moyen-Orient qui permettrait un reflux graduel des prix de

l'énergie à partir de la fin de l'année. Associé à la diffusion limitée du choc énergétique aux salaires et à l'inflation sous-jacente, cela limitera le besoin de hausse de taux des banques centrales (à 2 hausses supplémentaires pour la Fed et la BCE). Dans ce scénario, un ralentissement significatif, mais non abrupt, de l'économie aurait lieu dans la première partie de l'année prochaine. La croissance serait seulement légèrement en dessous de sa tendance dans les principales zones et l'inflation reviendrait graduellement vers les cibles entre le printemps prochain et début 2028, des deux côtés de l'Atlantique.

Cela nous conduit à penser que les marchés intègrent aujourd'hui un resserrement monétaire plus important que celui qui sera finalement nécessaire, et que les attentes de bénéfices sont plutôt optimistes, même si elles restent raisonnables.

Pour les investisseurs, cet environnement justifie une approche équilibrée. À court terme, la combinaison d'une inflation persistante, de taux élevés et d'incertitudes politiques devrait continuer à alimenter la volatilité. Nous conservons donc une certaine prudence sur les marchés actions, d'autant que les valorisations apparaissent moins attractives face aux rendements obligataires.

À l'inverse, la remontée des taux a considérablement accru l'attrait des actifs de portage. Les obligations souveraines de maturité courte à intermédiaire, le crédit de qualité et la dette émergente offrent désormais des rendements que les investisseurs n'avaient plus observés depuis de nombreuses années. Dans ce contexte, nous privilégions toujours ces segments de marché, tout en restant sélectifs dans la prise de risque.



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



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

## NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

### Economie

**L'accumulation de vents contraires pèse sur les perspectives à moyen terme.** La persistance du conflit entre l'Iran et les États-Unis maintient les prix de l'énergie à un niveau élevé, en particulier pour le gaz et les produits raffinés. Cela va peser sur le pouvoir d'achat des ménages et maintiendra l'inflation nettement au-dessus des cibles plus longtemps. Dans ce contexte, les banques centrales perdent patience et commencent à remonter leurs taux. Associé aux incertitudes budgétaires, cela pousse les taux longs encore à la hausse. Ils sont désormais à des plus hauts depuis des décennies.

**Et pourtant, la conjoncture mondiale continue de s'améliorer, suggérant que la croissance va rester solide en fin d'année.** Ainsi, le PMI composite global atteint un plus haut depuis 4 ans en septembre, à 54,3pt. Et ce dynamisme est mieux réparti qu'au 1er semestre, ce qui est encourageant pour les prochains mois.

L'activité repart dans les services après un trou d'air au T2 à la suite du début de la guerre en Iran. Le cycle industriel continue, pour sa part, d'accélérer porté par le boom d'investissement historique dans l'IA, la défense et les infrastructures ainsi que par le cycle des stocks.

En termes géographiques, les États-Unis et les petits pays asiatiques continuent de surperformer mais la croissance surprend aussi à la hausse en Europe et au Japon. Même en Chine, où la demande domestique a continué de plomber la croissance cet été, les derniers indicateurs sont plus positifs grâce à la hausse ciblée du soutien des autorités et à la demande extérieure toujours forte.

**La contrepartie de la résilience de l'économie aux chocs est la persistance de l'inflation au-dessus des cibles.** L'inflation en zone euro surprend à la hausse en septembre, à 3,8%, et devrait dépasser 4% au tournant de l'année. L'inflation américaine devrait quant à elle rester proche de 3,5% jusqu'à l'année prochaine. Cela dit, malgré la prolongation de l'inflation énergétique élevée, sa diffusion à l'inflation sous-jacente et aux salaires reste très limitée jusque-là, ce qui réduit les risques de persistance des tensions.

**Quoi qu'il en soit, les banques centrales souhaitent ancrer leur crédibilité inflationniste en remontant leurs taux qui étaient revenus à des niveaux neutres l'année dernière.** La BCE et la BoJ ont remonté une deuxième fois leur taux en septembre et la Fed les a rejoints avec une première hausse de taux. Et elles suggèrent toutes, même la BoE, que les hausses de taux ne sont pas finies.

**Malgré notre scénario d'enlisement du conflit en Iran, nous pensons que les prix de l'énergie devraient refluer**

**graduellement à partir de la fin de l'année** (après les élections de mi-mandat aux États-Unis). Cela permettrait à l'inflation de recommencer à converger lentement vers les cibles à partir du printemps prochain et de revenir proche de 2% fin 2027 en zone euro et courant 2028 aux États-Unis.

**Dans ce scénario, les banques centrales pourraient seulement remonter leur taux en territoire moyennement restrictif.** Ainsi, nous attendons pour la BCE et la Fed une hausse de taux en décembre et probablement une dernière hausse début 2027, de telle sorte que les taux directeurs resteraient 100pb sous leur pic de 2023-24.

**Du côté de l'activité, nous pensons que la croissance restera finalement dynamique jusqu'à la fin de l'année,** toujours soutenue par le boom d'investissement historique (IA, défense, secteurs stratégiques...) et les soutiens budgétaires dans certains grands pays (États-Unis, Allemagne, Japon). **Toutefois, nous prévoyons un ralentissement significatif dans la première partie de l'année prochaine,** quand ces soutiens s'estomperont et que l'effet retardé des taux bien plus élevés se matérialisera. Au total, nous prévoyons pour l'année prochaine une croissance autour de 2% aux États-Unis, de 1% en zone euro, tandis qu'en Chine, elle ralentirait vers la nouvelle cible de 4,5%.

### Marchés

**Pour les marchés, nous conservons une approche prudente à court terme.** La combinaison d'une inflation persistante, de taux plus élevés et d'un calendrier politique chargé est susceptible d'entretenir la volatilité. Néanmoins, la croissance des bénéfices reste bien orientée et les valorisations se sont normalisées, ce qui maintient un potentiel favorable pour les actifs risqués à moyen terme.

**Dans l'allocation, nous restons encore ce mois-ci tactiquement sous-pondéré sur les actions américaines et européennes et privilégions les actifs de portage.** Les obligations souveraines de maturité courte et intermédiaire nous paraissent attractives au regard des anticipations monétaires intégrées par le marché, tout comme les obligations des pays cœurs en Europe. Nous apprécions également le crédit d'entreprise (tout en étant très sélectifs sur le High Yield) et la dette émergente, dont les rendements demeurent élevés alors que les fondamentaux restent solides.

## 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       | Négatif              | -                   |

La forte hausse récente des rendements obligataires est le résultat d'une croissance mondiale particulièrement résiliente et d'une inflation persistante dans un contexte d'enlèvement du détroit d'Ormuz, conduisant les grandes banques centrales à adopter des politiques monétaires plus restrictives.

Les attentes de hausse de taux de ces banques centrales nous semblent très excessives, ce qui nous conduit à poursuivre notre positionnement sur les actifs de portage, en particulier sur les maturités intermédiaires – les obligations souveraines, le crédit IG et dette émergente. Le rendement de ces actifs retrouve en effet des niveaux attractifs, même si le potentiel de revalorisation est plutôt limité.

Nous restons encore plutôt prudents sur les actions sur les prochaines semaines, en raison de l'accumulation des risques, de leur valorisation relative défavorable et des attentes élevées pour la saison de résultats qui s'ouvre.

| Actions           | Vues LBP AM à 3 mois | Variation mensuelle | <ul style="list-style-type: none"> <li>Après avoir adopté une vue plus négative le mois dernier, nous revenons neutres sur l'Europe et les États-Unis au sein de la poche action. En effet, les fondamentaux macro-économiques restent bien orientés alors que la très bonne santé des entreprises est un support fondamental, ce qui devrait se confirmer dans la période de publication qui commence.</li> <li>Cela dit, nous conservons une certaine prudence sur les actions à court terme. Les résultats du T3 devraient être moins exceptionnels que celles du T1 et T2 compte tenu de bases de comparaisons et d'attentes plus élevées. La saisonnalité deviendra plus porteuse à partir du mois prochain. Et nous restons circonspects sur certains éléments de marché, comme le fait que les indices tiennent grâce à un nombre très limité de titres. Un 10 ans US a plus de 5% est également un facteur de risque et de manque d'attractivité relative des indices actions face aux taux.</li> <li>Nous adoptons de ce fait la neutralité sur ces deux zones, et conservons celle sur le Japon adoptée le mois dernier. La seule zone qui présente plus d'intérêt sont les émergents et en particulier la Chine, où la composante technologique de la cote ne nous semble pas correctement valorisée et où les autorités commencent à renforcer leur soutien.</li> </ul> |
|-------------------|----------------------|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Zone euro         | Neutre               | +                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Europe hors Euro  | Neutre               | +                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Reste Europe      | Neutre               | +                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| États-Unis        | Neutre               | +                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Japon             | Neutre               | =                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Chine             | Positif              | =                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Marchés émergents | Neutre               | =                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Les obligations convertibles faiblissent un peu depuis septembre en raison de marchés actions très dispersés et globalement en léger recul.</li> <li>Mais nous pensons que cette classe d'actifs va continuer à bénéficier de son comportement asymétrique en ces périodes de fortes incertitudes.</li> <li>Elles restent intéressantes malgré des marchés attendus stagnants à court terme car 1/ leurs valorisations sont en deçà de leur moyenne historique et 2/ le dynamisme du marché primaire (diversifié et de bonne qualité IG taille jumbo) reste porteur (12 milliards en Europe et 160Mds de dollars dans le monde depuis le début de l'année).</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Convertibles      | Vues LBP AM à 3 mois | Variation mensuelle |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Convertibles      | Positif              | =                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

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

  

- La forte remontée des taux en septembre offre des opportunités sur le directionnel taux, en premier lieu sur les parties courtes des courbes qui intègrent des perspectives trop agressives de remontées des taux directeurs par rapport à nos anticipations.
- Nous sommes ainsi positifs sur les taux courts à intermédiaires en Europe. Sur les États-Unis, la vue est plus nuancée à cause d'une croissance nominale toujours élevée, dopée par les capex massifs liés à l'IA, rendant incertain le niveau d'équilibre des taux.
- Nous conservons une vue prudente sur la France, où la fragmentation politique, mise en exergue par la campagne présidentielle, empêche une baisse structurelle du déficit.
- Par ailleurs, la possible réouverture du détroit d'Hormuz pourrait peser sur les primes d'inflation, dans un contexte où les investisseurs sont fortement positionnés sur ce segment

  

- Les marges de crédit finissent par légèrement souffrir depuis mi-septembre après être restées très serrées cet été grâce à l'attrait du portage et à la solidité de l'économie et des entreprises, et ce malgré la hausse des taux et le changement de discours des banques centrales.
- L'écartement des primes est particulièrement marqué depuis la fin du mois en Europe, et pour le crédit plus risqué (légère sous performance du HY), sans être excessif.
- La volatilité des taux et la hausse du risque France nous pousse rester prudents et conserver notre neutralité sur le crédit. Mais cette neutralité continue à se justifier selon nous car les niveaux de portage sont remontés proche de leur point haut de 2022-2023 et parce que les risques de crédit restent limités, ce qui maintient l'appétit pour la classe d'actif.

  

- Sur le change, nous gardons à horizon trois mois notre cible de 1,15 pour l'euro/USD mais passons seulement neutre à cause du risque France qui devrait perdurer dans les prochains mois. Cela dit, nous attendons un reflux des prix énergétiques et un discours plus patient de la Fed au tournant de l'année. Parallèlement, le positionnement court terme est très négatif sur l'euro, ce qui devrait permettre un rebond de la devise dans un scénario d'apaisement des tensions politiques et géopolitiques. Pour cela, il faudra peut-être attendre l'année prochaine.
- Dans notre scénario d'enlèvement sans escalade pour le détroit d'Ormuz, le pétrole devrait commencer à refluer vers la fin de l'année grâce à la reprise partielle des exportations du Moyen-Orient. 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 d'autres facteurs modérateurs. Les prix de l'énergie ne devraient pas baisser aussi rapidement qu'en juin car les risques géopolitiques sont persistants et parce que le niveau de stocks est assez contraint.
- Le prix de l'or devrait se stabiliser après que la hausse des taux réels l'a ramené proche de ses points bas de l'été. Les risques géopolitiques et les achats des banques centrales restent un soutien en tendance.

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.