

SEPTEMBRE 2026

Éditorial

Quand les taux se réveillent...

Nous venons de vivre un troisième trimestre particulièrement agité sur le front obligataire, avec une hausse quasi ininterrompue des taux longs sur les trois derniers mois, tant aux Etats-Unis que par ricochet, en Europe, sur fond de tensions persistantes autour du détroit d'Ormuz mais aussi sur fond de bonnes surprises au niveau de la croissance, spécialement aux Etats-Unis. Ainsi, le rendement à 10 ans du Treasury Note américain est-il passé de 4.40% fin juin à 5.28% au 30 septembre. Même mouvement en Europe avec le 10 ans allemand passé de 2.86% fin juin à 3.59% fin septembre. Les marchés actions pour leur part se sont montrés assez résilients, soutenus par le secteur technologique et la thématique de l'IA. L'indice S&P500 progresse ainsi de 2.30% sur le trimestre (et -0,62% sur l'Eurostoxx50) ce qui est assez remarquable compte tenu de la flambée récente des taux longs.

Nous allons tenter dans cet éditto de décortiquer un peu plus précisément ce qui s'est passé durant l'été et de dégager quelques perspectives pour le reste de l'année.

L'accord fragile conclu à Islamabad en juin a volé en éclats au début du mois de juillet. À la suite d'attaques contre des navires dans le détroit d'Ormuz, Donald Trump a déclaré la trêve terminée et a relancé des frappes ciblées. L'été a été dès lors marqué par un blocus naval et la guerre des pipelines, la marine américaine réimposant un blocus strict sur les ports iraniens et déroutant plus d'une centaine de navires commerciaux. En représailles, les rebelles Houthis, alliés de l'Iran, ont imposé un blocus sur le transport saoudien en mer Rouge (Bab al-Mandab), forçant l'Arabie saoudite à rediriger ses flux vers son oléoduc Est-Ouest. Dans la nuit du 8 au 9 septembre, de violents échanges de tirs ont eu lieu entre Washington et Téhéran et le 10, une attaque de drones attribuée à des milices pro-iraniennes a temporairement paralysé le grand oléoduc saoudien menant à Yanbu. Quelques semaines plus tard, l'Assemblée générale de l'ONU n'a pas permis d'aboutir à un accord de paix et le président américain a fermement démenti toute volonté d'alléger les sanctions sur l'Iran. Face au risque d'une nouvelle offensive autour des midterms américaines de novembre, le Pentagone a déployé un troisième groupe aéronaval, mené par l'USS Theodore Roosevelt.

Dans ce contexte, l'évolution du marché pétrolier ces trois derniers mois s'est articulée autour d'un paradoxe : les flux physiques se sont largement réorganisés, mais la prime de risque géopolitique maintient les prix à des niveaux très élevés.

L'annonce de l'accord éphémère mi-juin entre l'Iran et les Etats-Unis avait pourtant fait chuter le WTI à près de 70\$. Las, dès la rupture du cessez-le-feu début juillet, les cours ont immédiatement rebondi. En août, le prix du baril s'est rapproché des 90 \$, réagissant au jour le jour aux rumeurs de négociations bilatérales infructueuses portées par le Qatar. L'escalade militaire de septembre a ensuite propulsé le baril au-delà des 100 \$ si bien qu'entre le 30 juin et le pic du 15 septembre, le prix du baril a bondi de 52%. Autre fait majeur : l'effondrement total des exportations iraniennes. Le blocus américain a en effet été redoutablement efficace. En septembre 2026, pour la première fois du conflit, l'Iran n'a chargé aucun baril de brut sur des pétroliers (contre 250 000 barils/jour en août), asséchant ses revenus directs. Parallèlement, les pays du Golfe et l'industrie maritime ont réussi à s'adapter pour contourner le détroit d'Ormuz (via des pipelines et transferts de navire à navire) et les exportations globales de la région sont revenues à près de 80 % de leur niveau d'avant-guerre. Mais si le brut circule à nouveau, le coût du transport maritime vers l'Asie a explosé.

De plus, les expéditions de produits raffinés comme le diesel restent très contraintes, provoquant une flambée historique des prix à la pompe en Europe et aux États-Unis qui a pesé sur les chiffres d'inflation, en dépit d'une inflation core qui est restée assez contenue, ce qui est plutôt une bonne nouvelle (voir notre section macro en page 3).

En dépit de ce contexte géopolitique incertain et de cette inflation supérieure aux objectifs, la croissance est restée résiliente. Les États-Unis semblent prêts à réaccélérer à partir d'une base solide tandis que la Chine pourrait rebondir au quatrième trimestre. Ce contexte de croissance plus forte, autre bonne surprise, a conduit les banques centrales à rester concentrées sur l'inflation, adoptant un ton plus hawkish qu'anticipé il y a quelques mois, alors que les marchés et les économies s'adaptent à des taux longs plus élevés. Kevin Warsh, le nouveau patron de la FED, a procédé le 16 septembre à la première hausse des taux directeurs américains depuis trois ans, une semaine après la hausse des taux de la BCE, portant le taux des Fed Funds à 3,75%-4.00%. À la suite de ces hausses, il n'est pas exclu que la Réserve fédérale américaine, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon relèvent chacune leurs taux de 25 points de base supplémentaires d'ici la fin de l'année. Les résultats solides des entreprises, soutenus par les investissements et les dépenses liées à l'intelligence artificielle, devraient maintenir la dynamique et continuer à soutenir les marchés actions.

	Q3 2026	YTD 2026	Close 30/09/26
DOW JONES	-2.70%	5.91%	50 906.05
S&P 500	2.03%	11.77%	7 651.54
FTSE	1.04%	6.79%	10 606.12
EUROST .50	-0.93%	8.25%	6 269.02
CAC 40	-5.23%	-2.27%	7 964.57
FTSE MIB	-0.60%	14.30%	51 371.98
MSCI EM	-1.05%	21.40%	1 704.87
CRUDE OIL	41.92%	70.14%	90.42
GOLD	13.67%	5.51%	4 157.41
EUR/USD			1.1330
EUR/CHF			0.9469
EUR/GBP			0.8541
EURIBOR 1M			2.617%

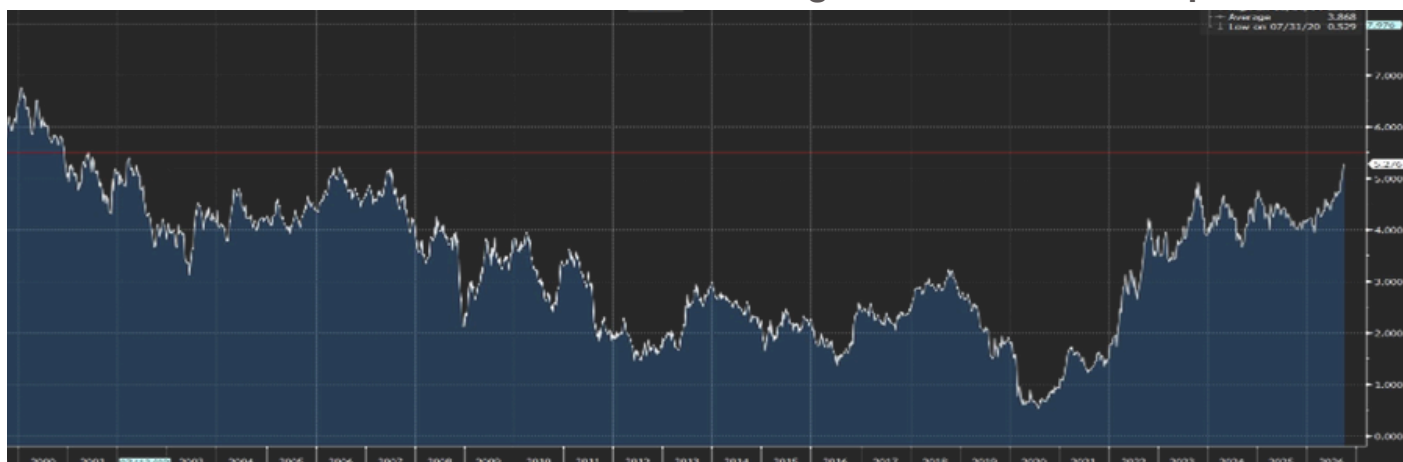
Les rendements obligataires progressent quant à eux à la hausse mais, compte tenu de l'ampleur de la hausse des prix énergétiques, l'ajustement reste cohérent (voir notre Special topic en page 4). Les données macro du mois d'août ont montré des signes de reprise (tout spécialement dans le secteur manufacturier), le sentiment général est resté ferme, tandis que la confiance des entreprises s'est améliorée pour le quatrième mois consécutif.

Un point est néanmoins à surveiller aux Etats-Unis, l'approche des élections de mi-mandat de novembre avec des sondages suggérant que les Démocrates pourraient reprendre la Chambre des représentants et potentiellement même le Sénat, ce qui limiterait la marge de manœuvre législative de l'administration Trump. Bien difficile cependant d'anticiper quelle serait la réaction du marché face à une telle éventualité.

En Europe, les mesures budgétaires, en particulier en Allemagne, soutiennent de plus en plus l'économie européenne et amortissent les effets des chocs externes. Ainsi le gouvernement de Friedrich Merz intègre-t-il aujourd'hui un plan d'investissement massif de 126,7 milliards d'euros portant sur la rénovation des infrastructures de transport, la numérisation, l'éducation ainsi que le logement, sans parler des enveloppes hors budget qui continuent d'alimenter les commandes d'armes et d'équipement pour moderniser l'armée. La France a l'inverse continue d'inquiéter : croissance au point mort, endettement élevé, situation sociale agitée, incertitudes politiques majeures et un pays qui semble incapable de se réformer dans le calme. En Asie, l'accélération des relances budgétaires et des dépenses de projets devrait donner un élan, au moins temporaire, à l'économie chinoise au cours du dernier trimestre de l'année.



Évolution du taux du rendement des obligations à 10 ans US depuis 1999



Hors Chine, la croissance reste résiliente, tandis que la reprise au Japon se poursuit, grâce à la politique économique pro croissance de la première ministre Sanae Takaichi et ses réformes sur la gouvernance des entreprises.

Partout dans le monde, l'éventail des opportunités liées à l'IA continue de s'élargir au-delà des seuls processeurs graphiques, alors que le déploiement et les applications d'agents redéfinissent l'infrastructure physique de l'informatique. L'électrification reste également soutenue par le déploiement des centres de données, l'amélioration des commandes industrielles et les dépenses d'infrastructure (voir notre Grand Angle sur le sujet en page 4).

Nous restons dans ce contexte constructifs sur la partie actions de nos portefeuilles, en dépit de la hausse des rendements longs qui mathématiquement pèse sur les valorisations, surtout si la période de publication des résultats pour le troisième trimestre qui va débuter dans quelques jours confirme la tendance observée sur le premier et le deuxième trimestre, avec une croissance robuste des bénéfices, des révisions positives et la poursuite des dépenses d'investissement (capex) liées à l'IA. La robotique, la défense et les mines d'or devraient continuer à offrir des opportunités thématiques intéressantes. D'autres secteurs sont boursièrement délaissés depuis plusieurs trimestres, tels que le luxe ou les valeurs quality growth du type Essilor Luxottica, l'Oreal ou Saint Gobain. Bien difficile à ce stade de savoir si leur sortie du purgatoire est proche ou non. Même remarque pour le secteur automobile en Europe, sinistré industriellement et boursièrement du fait de l'inevitable montée en puissance des constructeurs chinois.

Sur le front obligataire, il nous semble que la récente hausse des rendements longs offre une bonne opportunité pour renforcer nos positions, tout spécialement sur nos gérants à durée un peu plus élevée, dans un contexte où nos fonds datés à maturité courte se sont remarquablement bien tenus.

Nous voyons également de la valeur dans les obligations des marchés émergents, en particulier là où les rendements réels sont élevés et les conditions budgétaires favorables.

En Europe, nous restons prudents sur la France à l'instar de bon nombre de nos gérants en raison de l'explosion de la dette, du climat quasi insurrectionnel et des incertitudes électorales. La demande des investisseurs, les inquiétudes budgétaires et les interrogations sur l'indépendance des banques centrales nous incitent à rester constructifs sur l'or. Idem sur l'ensemble des matières premières, soutenues par les contraintes d'approvisionnement, les perturbations dans les raffineries et des marchés de l'énergie toujours tendus.

Quels sont les risques à ce scénario ?

Une fermeture durable d'Ormuz ne serait pas à l'évidence une bonne nouvelle pour les économies occidentales. Un baril durablement au-dessus des 100\$ est en effet une contrainte importante sur le portefeuille et le moral des consommateurs. Il est dans l'intérêt de tous que ce conflit trouve rapidement une issue favorable, mais pour l'heure, les Iraniens ne semblent pas vouloir lâcher sur le volet du nucléaire. Toujours sur le front géopolitique, la montée des tensions entre la Russie et l'Europe est à surveiller. Il ne se passe pas une semaine sans que Moscou ne teste la patience et la résilience de l'Europe (attaque de train en Pologne, survols de drones non autorisés aux frontières de l'Europe ou à proximité d'infrastructures critiques, brouillages GPS en Baltique et guerre électronique, cyberattaques de masse contre des structures étatiques...). Pour le moment, ces actions restent sous le seuil de l'article 5, mais quid du jour où une bavure interviendra ? Sans compter que cette guerre hybride a un coût : Les attaques physiques discrètes (sabotages d'infrastructures énergétiques ou de transports) et les cyberattaques de masse forcent les États européens à doper leurs dépenses de défense et de sécurité.

Financés par la dette, ces investissements non productifs creusent les déficits budgétaires nationaux.

Autre risque, nous l'avons évoqué plus haut, le risque politique. Aux Etats-Unis tout d'abord avec un président américain qui n'est pas au mieux dans les sondages. La hausse des taux, du gallon d'essence et ce conflit en Iran qui perdure et qui coûte de l'argent au contribuable américain...tout cela n'aide pas. Le marché a-t-il déjà intégré la perte d'une des deux chambres ? Nous monitorerons bien sûr cela de près le mois prochain. En Europe, c'est la France qui va être au centre de l'attention dans les prochains mois, avec des sondages qui donnent invariablement un second tour Le Pen-Mélenchon, pour le moins anxiogène pour les marchés, France par ailleurs à l'arrêt au niveau croissance, très endettée et quasiment ingouvernable. Cela contraste avec les bons résultats observables en Europe du Sud, Espagne et Italie en tête.

Enfin, une déception sur les rendements attendus de l'Intelligence Artificielle pourrait constituer un dernier risque à surveiller de près. En effet, une bonne partie de la résilience économique actuelle (et de la bonne tenue des marchés actions) repose sur l'immense boom technologique et sur les dépenses d'investissement liées à l'IA (centres de données et tout l'écosystème qui va avec, puces électroniques...). Si les gains de productivité réels des entreprises ne devaient pas être à la hauteur des centaines de milliards de dollars investis par les géants de la tech, une correction boursière et un gel des investissements pourraient rapidement refroidir la dynamique macroéconomique.

Face à ces risques, notre meilleur rempart reste notre méthodologie : diversification (tant géographique que sectorielle ou stylistique) et toujours un grand soin porté à la sélection de nos gérants, avec un focus particulier sur la qualité et la liquidité.

Christophe Carrafang



Macroéconomie Q3 2026 : l'économie accélère malgré les tensions inflationnistes

Inflation : Le reflux des prix s'interrompt

- En Zone Euro, l'inflation est remontée de +2,8% en juin à +3,8% en septembre. Cette remontée s'explique notamment par le rebond des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente demeure toutefois contenue et stable à +2,5%.
- Aux USA, l'inflation est remontée à +3,4% en août sur un an, contre +3,0% en juin. L'inflation hors alimentation et énergie reste plus modérée à +2,4%. Le rebond des prix de l'essence et de l'énergie, auquel s'ajoutent les tensions sur les coûts de production, entretiennent néanmoins une pression inflationniste persistante.
- En Chine, l'inflation reste faible mais se redresse progressivement. Les prix à la consommation ont progressé de +0,8% en août sur un an. La demande intérieure reste néanmoins relativement modérée, notamment du fait de la faiblesse persistante de l'immobilier.

Activité manufacturière : Une accélération portée par l'IA

- L'activité manufacturière mondiale confirme son amélioration. Le PMI manufacturier global atteint son plus haut niveau depuis plus de deux ans en août, à 53. Les investissements liés à l'IA constituent toujours l'un des principaux moteurs de la demande industrielle.
- Aux Etats-Unis, l'ISM manufacturier continue de progresser en zone d'expansion. Il atteint 54,5 en septembre. Les tensions sur les coûts restent cependant importantes, avec un indice des prix ISM remonté à 77,9.
- En Zone Euro, la reprise industrielle se confirme nettement. Le PMI manufacturier atteint 52,9 en septembre, son plus haut niveau depuis plus de quatre ans, après 52,7 en août.
- En Chine, le PMI manufacturier officiel repasse au-dessus du seuil de 50 en septembre, à 50,1. L'indice privé RatingDog atteint pour sa part 52,1. Le trimestre se termine sur une amélioration de l'activité industrielle.

Activité des services : Le rebond se matérialise

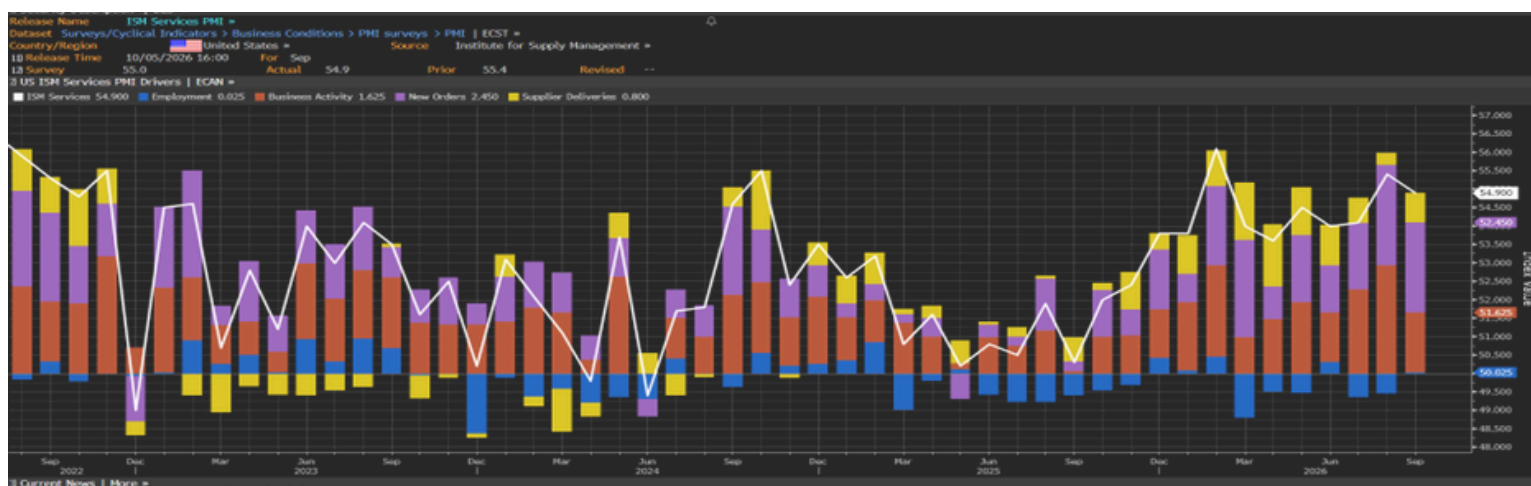
- Le secteur des services devient le principal moteur de l'accélération de l'économie mondiale. Le PMI mondial des services progresse fortement au cours du troisième trimestre ; + 2,8 points à 54,5.
- Aux USA, l'ISM des services est de 54,9 en septembre. L'indice des prix est à 74, les nouvelles commandes à 59,8 et l'indice de l'emploi revient légèrement au-dessus des 50.
- En Zone Euro, le rebond est particulièrement marqué. Le PMI des services est en hausse et atteint 53 en septembre. La France, qui était particulièrement à la peine au deuxième trimestre, bénéficie également d'une amélioration de la demande de services et passe sur un mois de 48 à 51,2.
- En Chine, les indicateurs de services se redressent également en fin de trimestre. L'indice officiel non manufacturier revient à 50,2 en septembre, tandis que le PMI privé RatingDog progresse à 51,6.

Marché de l'emploi : Solide, mais moins dynamique

- Le marché de l'emploi américain reste résilient mais montre des signes d'essoufflement en fin de trimestre. En septembre, l'économie américaine n'a créé que 29 000 emplois.
- La Zone Euro conserve également un marché du travail robuste. Le taux de chômage s'établit à 6,4% en août, contre 6,2% en mai, soit une légère dégradation mais toujours un niveau historiquement bas. L'emploi reste ainsi un soutien important à la consommation européenne.
- En Chine, le marché du travail reste plus fragile. Le taux de chômage urbain ressort à 5,3% en août, contre 5,2% en moyenne sur les huit premiers mois de l'année. L'amélioration de l'activité manufacturière et des services en fin de trimestre constitue un signal positif pour la fin de l'année.

Damien Liegeois

Évolution des principaux moteurs de l'indice ISM aux US





Grand Angle

IA : jusqu'où peut aller le cycle d'investissement ?

Après avoir été le principal moteur des marchés actions, ces dernières années, l'intelligence artificielle entre dans une nouvelle phase : celle du financement. Les investissements dans les data centers, les semi-conducteurs et les infrastructures électriques atteignent des montants inédits, tandis que les géants technologiques commencent à recourir davantage à la dette. Cette accélération intervient alors que les taux longs ont retrouvé des niveaux historiquement élevés, renchérissant le coût du capital au moment où les investissements atteignent des sommets. De quoi alimenter les interrogations sur une éventuelle « bulle IA ». Mais le véritable sujet est peut-être ailleurs : sommes-nous face à une bulle, ou au début d'un cycle d'investissement dont l'ampleur est encore sous-estimée ?

Une bulle ne se définit pas par un niveau de valorisation élevé ou par l'enthousiasme des investisseurs. Elle apparaît lorsque les capacités d'offre deviennent supérieures à la demande qu'elles peuvent absorber. Or, les indicateurs disponibles ne semblent pas encore confirmer ce scénario. Les carnets de commandes restent élevés, les délais de livraison s'allongent, les capacités électriques sont contraintes et certains composants, notamment la mémoire, voient leurs prix progresser fortement. Les tensions observées sur les infrastructures et les intrants ressemblent davantage à une situation de pénurie qu'à celle d'une industrie ayant déjà construit trop de capacités.

Cela ne signifie pas que les valorisations actuelles sont immunisées contre une correction. Le risque est plutôt celui d'un décalage dans le temps. Les dépenses d'investissement peuvent fortement augmenter avant que les gains de productivité et les revenus associés à l'IA ne se matérialisent. L'histoire des grandes transitions technologiques montre que la construction des infrastructures peut durer quelques années, tandis que leur absorption par l'économie et leur traduction en gains de productivité s'étalent sur beaucoup plus longtemps. L'électrification américaine en fournit un précédent : plusieurs décennies ont séparé le déploiement de la technologie et son plein impact économique, notamment parce que les entreprises ont dû adapter leur organisation et leurs processus de production.

C'est dans ce contexte que la dette et les taux deviennent le véritable test du cycle. Le financement du boom de l'IA intervient désormais alors que le coût du capital n'est plus négligeable. La hausse des émissions obligataires des hyperscalers ne constitue donc pas, à elle seule, un signal de bulle. Elle devient en revanche un enjeu si l'augmentation du levier s'accompagne d'un rendement du capital insuffisant ou d'un ralentissement de la demande. Pour les marchés, la question n'est ainsi plus seulement de savoir combien l'IA va générer de croissance, mais à quel rythme cette croissance permettra de rémunérer les centaines de milliards de dollars investis.

Le débat sur une « bulle IA » est probablement prématuré s'il se limite aux multiples boursiers ou aux montants investis. Le véritable signal à surveiller sera physique et financier : apparition de capacités inutilisées, retournement des carnets de commandes, détente des prix des intrants, raccourcissement des délais et, surtout, baisse durable du rendement du capital investi. Tant que ces signaux ne sont pas réunis, le scénario ressemble davantage à une phase d'investissement structurel qu'à une bulle de surcapacité. Mais avec des taux élevés et une dette en hausse, le marché dispose désormais d'un mécanisme plus exigeant pour tester cette hypothèse : le coût du capital.

Damien Beasse

Special Topic

Réflexions sur les taux

Si l'on se replace en fin d'année dernière, dans le scénario 2026 les taux ne devaient pas être un sujet de préoccupation, à part pour certains qui évoquaient à l'époque un regain de l'activité qui aurait entraîné d'éventuelles tensions salariales et de l'inflation.

Début mars 2026 ces prévisions ont volé en éclat, pas tout de suite car le scénario vite retenu était une guerre rapide et sans impacts de moyen terme. Or la longueur de la crise et ses effets domino ; augmentation du prix de l'énergie, de l'inflation, des taux longs, des taux des banques centrales ont eu, comme toujours, un effet sur les spreads de crédit des Etats fragiles, à commencer par la France, et sur les entreprises déjà fortement endettées. De plus, cette crise enfonce le secteur immobilier qui avait déjà du mal à se relever du choc de 2022 et de la répression réglementaire et fiscale notamment en Europe.

La surprise dans cet environnement compliqué, après 6 mois de conflit, est que la crise énergétique ne provoque pas de ralentissement économique. On observe plutôt une accélération (pour combien de temps ?) de l'activité mondiale tant dans le secteur manufacturier que dans les services, ce qui n'est pas fait pour ralentir la hausse des taux.

Au-delà de ce qui est décrit précédemment, en absolu, le niveau des taux longs n'est pas forcément une nouvelle exagération du marché. Selon la théorie de Fischer le taux d'équilibre à 10 ans « sans risque » est le niveau de l'inflation (constatée ou attendue) auquel on rajoute le taux de croissance à long terme. Soit peu ou prou les niveaux actuels de 5.3% sur le 10 ans US (3% de croissance long terme et 2.5% d'inflation) et 3.5% pour le 10 ans allemand, avec moins de croissance potentielle pour l'Europe. Il est moins vrai pour celui de l'Etat français impacté par son risque spécifique d'un endettement élevé et d'une absence de visibilité politique depuis deux ans.

D'ailleurs au cours des 30 dernières années la moyenne du 10 ans US est justement autour de 5%, et celle du Bund 3%, on revient simplement, avec les niveaux actuels, dans le haut d'une fourchette long terme. Le problème est que la mémoire de beaucoup de commentateurs de marché reste fixée sur la moyenne de la période 2008-2020, période où la crainte première était la stagflation. Deux événements sont à l'origine de cette période bénie pour les emprunteurs : les politiques de Quantitative Easing à la suite des crises de 2008 et 2011, et l'ouverture du commerce mondial (choc des prix et démographique) qui a eu un effet désinflationniste puissant. Cette période s'est terminée, tout du moins pour ce qui est du libre-échange à tout va, avec la Covid qui a provoqué des réflexes protectionnistes exacerbés par les tensions géopolitiques/ guerres qui ont suivi. Quant au Quantitative Easing, il n'est pas encore tout à fait enterré, il pourrait même faire son retour en Europe si la crise des spreads devait s'aggraver.

Ainsi, si la direction des taux à court terme reste incertaine, car dépendante de décisions politiques qui peuvent être prises rapidement, il est fortement possible que cette période de taux bas soit pour longtemps derrière nous et que nous devions nous habituer à des « range » de taux différents ; les emprunteurs seront vite contraints, les prêteurs (dont nos clients) apprécieront. Pour un gérant construire un portefeuille obligataire dans cet environnement devient une aubaine.

Damien Liegeois

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 6 octobre 2026. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.