

Le Mensuel

Septembre 2026 - n°63

L'odyssée des taux

Le conflit entre les États-Unis et l'Iran est resté la principale variable macroéconomique, alimentant simultanément l'inflation énergétique, le durcissement anticipé de la politique des banques centrales, la surperformance des matières premières et les primes de risque géopolitique dans toutes les classes d'actifs.

L'espoir suscité en juin par la signature d'un protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, qui laissait espérer une sécurisation et une libéralisation du trafic maritime dans le golfe Persique, a rapidement fait long feu avec la reprise d'hostilités sporadiques. Par conséquent, le scénario d'une normalisation des cours du pétrole s'éloigne : le prix du Brent dépasse désormais les 90 \$/bl (contre 72,9 \$/bl fin juin), tandis que le prix du gaz en Europe franchit la barre des 70 €/MWh (contre 43,6 €/MWh fin juin).

Cette situation de conflit latent et persistant pèse sur les perspectives de croissance et d'inflation, tant au niveau mondial que régional. À cela s'ajoutent des craintes climatiques accrues liées à la sécheresse, aux incendies et aux perturbations associées au phénomène « El Niño ». Ce triptyque négatif pour les finances publiques ; hausse de l'inflation, ralentissement de la croissance et taux d'intérêt plus élevés ; assombrit le tableau économique.

Dans ce contexte, les indicateurs économiques de l'été se sont révélés contrastés, dessinant une situation inverse à celle du mois de juin : les États-Unis ont déçu (notamment sur les créations d'emplois et les ventes au détail), tandis que l'Europe a réservé de bonnes surprises, en particulier via les enquêtes PMI du secteur manufacturier. De son côté, la Chine continue de décevoir.

Toutefois, cette dynamique positive en Europe pourrait rapidement s'essouffler. On redoute en effet un impact plus sévère sur l'activité économique en raison de la hausse des taux d'intérêt, d'une trajectoire d'inflation défavorable pour les mois à venir et d'une potentielle surréaction des autorités monétaires face aux effets de second tour. Les perspectives d'inflation en zone Euro devraient d'ailleurs se dégrader à court terme pour culminer au premier trimestre 2027 (à plus de 3 % pour l'indice CPI headline), avant d'amorcer un retour dans le courant de l'année 2027 (sauf apparition de nouveaux chocs ou d'effets persistants).

Les perspectives d'inflation en zone euro devraient d'ailleurs se dégrader à court terme [...] avant d'amorcer un retour dans le courant de l'année 2027.

Sur les marchés financiers, l'événement majeur de la période estivale réside dans le découplage marqué entre les taux d'intérêt à long terme et les marchés d'actions. Portées par d'excellents résultats d'entreprises, les bourses ont atteint de nouveaux sommets cet été, alors même que les tensions sur les taux souverains s'intensifiaient dans toutes les géographies. Les taux à long terme ont ainsi retrouvé des sommets inédits depuis 2008 (crise des subprimes) aux États-Unis et en France, et depuis 2011 (crise de la dette souveraine) en Allemagne.

C'est le marché des Treasuries américains qui suscite le plus d'inquiétude, avec un taux

à 10 ans supérieur à 4,75 % et un taux à 30 ans dépassant 5,25 %. Lors du symposium de Jackson Hole, le président de la Fed, Kevin Warsh, a néanmoins indiqué que l'institution devrait réagir si la trajectoire de l'inflation ne se corrigeait pas rapidement à la baisse. De manière générale, on observe une hausse de la prime de terme, traduisant une exigence de marge plus élevée sur les taux réels. En parallèle, les États doivent faire face à une concurrence accrue pour leur refinancement, notamment en raison des émissions massives des "hyperscalers" (près de 200 milliards de dollars) et de la perspective de voir l'excédent d'épargne japonais se réinvestir localement.

Fin août, en réaffirmant son double mandat, le président de la Fed pourrait entrer en collision avec la stratégie du Trésor américain. Ce dernier tente en effet de limiter la hausse des rendements en relançant un programme "Twist" (achat de dette financée par des titres à court terme), voire en envisageant un recours futur au compte général du Trésor (TGA, Treasury General Account). Entre la préservation de sa crédibilité et une éventuelle allégeance à l'administration Trump, des tensions politiques et institutionnelles pourraient rapidement émerger.

Du côté de la Fed, après les incertitudes

Le président de la Fed pourrait entrer en collision avec la stratégie du Trésor américain.

de juin, les déclarations d'intention de la fin août ouvrent la voie à une possible hausse de 25 points de base des taux

directeurs. Celle-ci pourrait intervenir dès le 16 septembre, ou plus probablement le 28 octobre, après la publication du PCE le 30 septembre (une progression mensuelle inférieure à 0,2 % étant la condition *sine qua non* pour justifier un *statu quo*).

De ce côté de l'Atlantique, la trajectoire est plus lisible et conforme aux attentes du marché depuis juillet : la Banque centrale européenne (BCE) devrait relever son taux de dépôt de 25 points de base lors de sa réunion du 10 septembre, pour le porter à 2,5 %, atteignant ainsi le niveau neutre estimé.

La tendance de ce troisième trimestre reste profondément incertaine. Les investisseurs doivent naviguer entre des valorisations boursières élevées (offrant peu de marge de sécurité en cas de déception sur les bénéfices) et des taux d'intérêt certes attractifs, mais pénalisés par les doutes sur la soutenabilité des dettes publiques et par l'absence de corrélation négative traditionnelle entre actions et obligations.

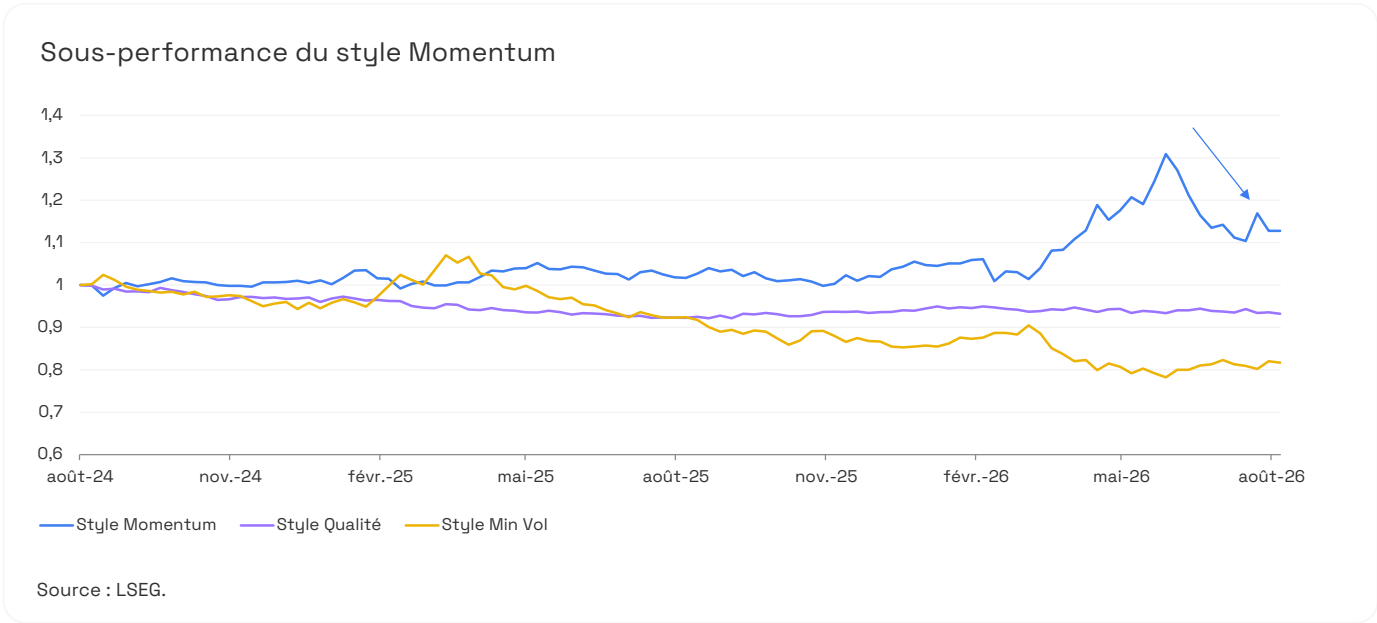
Olivier Guillou
Directeur de la gestion



Les analyses et les opinions mentionnées ci-contre représentent le point de vue de l'auteur. Elles sont émises en date du 31 août 2026 et sont susceptibles d'évoluer. Elles ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Actions

Des marchés trop complaisants ?



Indices		perf. mois
EuroStoxx (€)	0,89%	↗
S&P 500 (\$)	2,69%	↗
Topix (¥)	3,85%	↗
Valeurs de croissance (MSCI World Growth) \$	2,60%	↗
Valeurs "value" (MSCI World Value) \$	2,55%	↗

Secteurs		Zone Euro	Etats-Unis
Produits de base	5,91	↗	↗
Energie	-0,82	↘	↗
Industrie	0,15	=	↘
Technologie	4,25	↗	↗
Conso. cyclique	-0,21	=	=
Conso. non cyclique	-3,49	↘	↘
Santé	-1,01	↘	↗
Services de communication	1,80	↗	↘
Services aux collectivités	-2,15	↘	↘
Finance	1,06	↗	↗
Immobilier	-3,87	↘	↘

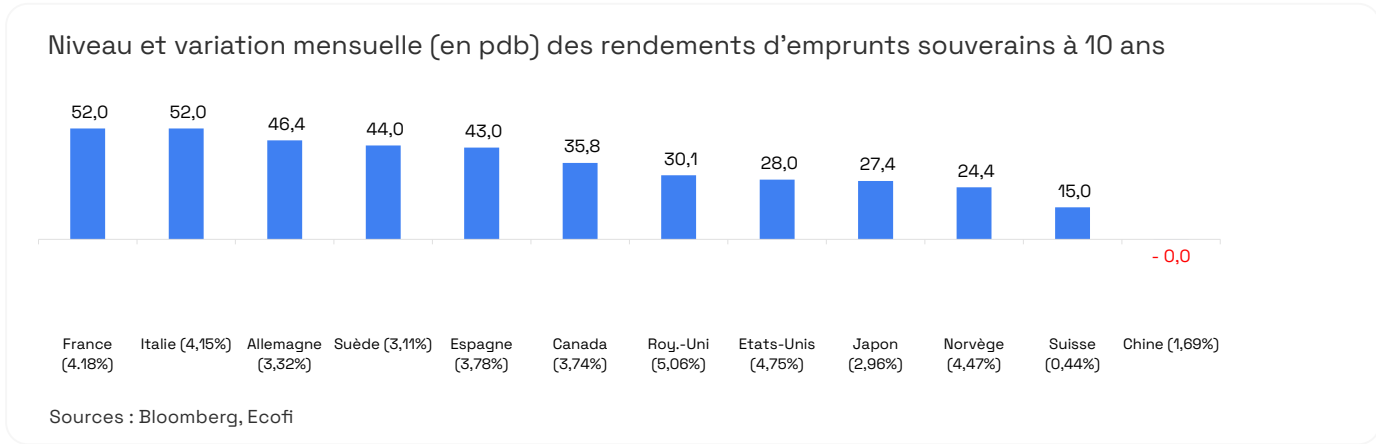
Variations mensuelles en euros et en %.

Actualités

Les marchés actions ont continué leur parcours haussier durant l’été (+2,6% en août pour le MSCI World en \$) malgré de nombreux vents contraires : inflation persistante aux États-Unis, turbulences géopolitiques propulsant le Brent vers des sommets, discours hawkish de Kevin Warsh et incertitudes politiques en France. Les marchés ont fait preuve d’une résilience remarquable. Cette bonne performance s’explique par la dynamique de croissance économique, par la force des résultats du deuxième trimestre et les révisions haussières des BPA 2026 et 2027. Dans ce contexte, le style momentum a été en repli, le pic d’euphorie des semi-conducteurs semblant derrière nous, au profit du style qualité-croissance, tiré par les valeurs "IA at risk".

Obligations

Canicule sur les taux des emprunts d’État



Crédit

Pénalisées par la hausse des taux souverains, les performances des obligations privées de qualité investissement sont négatives. Celles de qualité spéculative affichent en revanche une performance robuste au vu du contexte. Les marges de crédit demeurent stables voire se contractent pour le compartiment high yield. L’évolution du conflit avec l’Iran et du niveau d’inflation dicteront l’évolution des taux directeurs par les banques centrales. Le marché primaire obligataire sera très animé au terme de la pause estivale.

Convertibles

L’été (juillet-août) a réservé de nombreuses surprises alors que la trêve dans le conflit en Iran annoncée en juin n’a pas tenu. Le retour d’une guerre sans fin et la poursuite de l’entrave sur le détroit d’Ormuz ont conduit à une reprise de la hausse des prix des matières premières. Ce contexte défavorable sur le régime (croissance, inflation) relance les anticipations de resserrement monétaire et par effet de contagion pèse à la hausse sur les taux longs souverains, avec des craintes sur les trajectoires budgétaires. Inversement, les marchés actions ont bénéficié des bons résultats des entreprises et de la bonne dynamique de flux. Dans ce contexte, les obligations convertibles ont reflué cet été (-1,06% en juillet, -0,34% en août). Certains secteurs/valeurs ont corrigé, pesant sur la performance globale de la classe d’actifs.

Obligations	Var. juillet/août		Taux 10 ans
Souverains (Allemagne)	46	↗	3,32%
Souverains (Etats-Unis)	28	↗	4,75%
Perf. mois		perf. YTD	
Crédit IG (Euro)	-1,19%	↘	0,13%
High yield (Euro)	0,17%	↗	2,00%
Convertibles (Euro)	-1,39%	↘	5,86%

Devises	Perf. juillet/août		perf. YTD
Euro/ Dollar	1,72%	↗	-1,09%
Euro/ Yen	-0,05%	↘	0,86%
Euro/ Livre sterling	-0,46%	↘	-1,64%

Actualités

Les taux à long terme ont fortement remonté durant l’été. La persistance du blocage du détroit d’Ormuz et la sécheresse laissent en effet craindre la résurgence de tensions inflationnistes. Aux Etats-Unis, le dépassement du seuil symbolique des 40 000 milliards de dollars de dette, un manque de transparence concernant la politique monétaire et les annonces du Trésor consistant à racheter la dette à long terme, en se finançant à court terme, ont provoqué une défiance des investisseurs. Dans la zone Euro, la remontée des anticipations de hausse des taux directeurs liée à la prolongation de la guerre au Moyen Orient et à une relative résilience économique a accentué la tendance. Les taux longs français ont été pénalisés par le début de la campagne électorale et la mauvaise orientation du déficit budgétaire.

Le mot

DES EXPERTS

Monétaire

Le marché monétaire nous avait déjà démontré, en 2022, qu'il pouvait revenir très vite sur le devant de la scène : la guerre en Ukraine et les politiques de relance post-Covid avaient alors propulsé l'inflation à des niveaux inédits depuis quarante ans, contraignant les banques centrales à remonter brutalement leurs taux. Puis la longue séquence de baisse entamée par la Banque centrale européenne en 2024 avait progressivement érodé les rendements de la classe d'actifs, et beaucoup d'investisseurs s'étaient de nouveau résignés à n'y voir qu'un simple outil d'attente. L'année 2026 est venue rappeler, avec force, que le monétaire est bien davantage que cela : un refuge, un amortisseur de volatilité et, de nouveau, une source de rendement à part entière. Mais ce retour en grâce s'est opéré dans un environnement singulièrement plus agité, qui exige de notre part une gestion à la fois réactive et rigoureuse.

Un choc géopolitique aux répercussions mondiales

L'événement marquant de l'année est évidemment le déclenchement de la guerre en Iran à la fin du mois de février. Au-delà du drame humain, ce conflit a réveillé un risque que les économies développées avaient fini par reléguer au second plan : celui d'un choc énergétique majeur. Le détroit d'Ormuz, par lequel transite environ un cinquième de la consommation mondiale de pétrole, s'est retrouvé au cœur des tensions, avec des menaces répétées sur le trafic maritime et des attaques contre des navires. La réaction des marchés ne s'est pas fait attendre : le baril de Brent, qui évoluait sereinement en début d'année, s'est envolé au-delà des 100 dollars au printemps, avant d'osciller au gré

des annonces de cessez-le-feu, de leur rupture, puis des négociations diplomatiques de l'été. Le gaz européen a suivi le mouvement, avec des hausses de l'ordre de 40 % après le début des hostilités.

Ce choc d'offre est intervenu à un moment délicat du cycle. L'inflation de la zone Euro, qui convergeait vers la cible de 2 %, est repassée au-dessus de 3 % au printemps, portée par la composante énergétique. La crainte, désormais, n'est plus seulement celle d'un pic temporaire des prix de l'énergie : c'est celle d'une diffusion progressive de cette inflation importée au reste de l'économie, via les coûts de production, les prix des services et, in fine, les négociations salariales. L'histoire des chocs pétroliers nous enseigne que ces effets de second tour, lorsqu'ils s'enclenchent, sont longs et coûteux à enrayer. Dans le même temps, la croissance donne des signes d'essoufflement : le FMI a abaissé au printemps sa prévision pour la zone Euro de 1,4 % à 1,1 % pour 2026, la facture énergétique pesant sur le revenu des ménages et la confiance des entreprises. C'est le retour d'une configuration que les banquiers centraux redoutent par-dessus tout : moins de croissance et plus d'inflation.

La BCE contrainte de changer de cap

Face à ce dilemme, la Banque Centrale Européenne a tranché en faveur de la stabilité des prix, conformément à son mandat. Le 11 juin, elle a relevé ses trois taux directeurs de 25 points de base — une première depuis trois ans — portant le taux de la facilité de dépôt à 2,25 %. Le message est clair : l'institution ne laissera pas les anticipations d'inflation dériver, quand bien même le choc initial est d'origine externe. Ses propres projections situent désormais l'inflation à 3,0 % en moyenne en 2026, et n'envisagent

un retour à 2 % qu'à l'horizon 2028. La pause observée en juillet ne doit pas faire illusion : elle a été largement perçue comme une « pause restrictive », une simple parenthèse avant une possible nouvelle action à la rentrée, la réunion de septembre étant accompagnée de projections macroéconomiques actualisées. Les marchés monétaires, eux, ont déjà intégré une partie du chemin : la courbe s'est repentifiée sur les maturités courtes et les taux de marché anticipent la poursuite du resserrement.

Pour les porteurs de fonds monétaires, cette nouvelle donne est une bonne nouvelle : les rendements de la classe d'actifs se reconstituent au fil des hausses de taux, avec un couple rendement-risque redevenu très attractif dans un monde incertain. C'est dans ce contexte qu'Ecofi Trésorerie, avec près de 7 milliards d'euros d'encours, s'impose comme l'un des acteurs de référence de la gestion monétaire en France, une confiance que nous mesurons chaque jour à l'aune de notre responsabilité envers nos porteurs. Mais pour le gérant, elle impose une discipline de tous les instants, car un cycle de hausse des taux ne se traverse pas de la même manière qu'un cycle de baisse.

Notre gestion : liquide, courte, sélective et opportuniste

Dans cet environnement, notre première priorité, non négociable, est la liquidité. Un fonds monétaire est d'abord un outil de trésorerie : nos clients doivent pouvoir y entrer et en sortir à tout moment, y compris — et surtout — dans les phases de stress. Nous maintenons donc en permanence une poche importante d'actifs très liquides et à très court terme, et nous veillons à la profondeur de marché de l'essentiel de nos lignes. Cette exigence a un coût marginal en rendement ; elle est, à nos yeux, le socle de la confiance que nos porteurs nous accordent.

Notre deuxième conviction est qu'il faut conserver une sensibilité au risque de taux relativement courte. Lorsque les taux montent — et surtout lorsque le rythme et l'ampleur des hausses futures restent incertains — allonger la durée de vie moyenne du portefeuille expose inutilement à la volatilité. Nous privilégions donc les maturités courtes et les instruments à taux variable, indexés sur l'€STR ou l'Euribor, qui capturent mécaniquement chaque relèvement de la banque centrale sans subir l'effet prix des tensions sur la courbe. Cette prudence n'est pas de l'attentisme, mais bien une gestion opportuniste : elle nous donne la flexibilité nécessaire pour saisir les opportunités qu'un marché agité fait inmanquablement apparaître.

Les épisodes de tension de ce printemps ont ainsi offert des points d'entrée intéressants sur certaines signatures de qualité, dont les rémunérations s'étaient temporairement écartées de leurs niveaux historiques.

Notre troisième axe de gestion est l'arbitrage permanent entre les différentes classes d'actifs du monétaire. Nous arbitrons en particulier entre les taux fixes et les taux variables, entre les titres de créance négociables et les obligations, mais aussi entre les différents rangs de seniorité des émetteurs. Ces segments ne réagissent pas tous de la même façon aux mouvements de taux et aux stress de marché. Des divergences apparaissent régulièrement entre eux — elles ont été nombreuses cette année — et c'est en les exploitant avec discipline que nous cherchons à construire de la performance additionnelle, en conservant un profil de risque solide pour le fonds.

Enfin, le contexte macroéconomique et géopolitique nous impose une vigilance renforcée sur la qualité de crédit. Un choc énergétique durable, un ralentissement de la croissance et des coûts de financement plus élevés ne frappent pas tous les émetteurs de la même manière. Nous portons une attention particulière aux secteurs les plus exposés à la facture énergétique et au commerce mondial, ainsi qu'aux signatures dont les besoins de refinancement sont importants dans les prochains trimestres. Notre processus d'analyse crédit et notre méthodologie d'analyse extra financière PRISME, nous conduisent à privilégier les émetteurs les plus solides sur les plans financiers et de durabilité.

L'année 2026 aura donc vu revenir, une nouvelle fois, l'inflation par l'énergie, les hausses de taux et la volatilité. Elle confirme surtout une conviction ancienne de notre maison : dans les périodes troublées, la gestion monétaire ne se résume pas à capter un taux, elle consiste à protéger la liquidité et le capital de nos clients tout en allant chercher, avec sélectivité, le rendement là où il se trouve. C'est la promesse qu'Ecofi Trésorerie tient depuis des années, liquide par construction, courte en sensibilité, exigeante sur le crédit et opportuniste par conviction : c'est ainsi que nous abordons cette rentrée, sereinement.

Maxime MURA
Directeur
gestion monétaire



Alexis ROBERT
Gérant monétaire

Perspectives

Nos prévisions de marché et allocations à 6 mois
au 31.08.2026

Actions

Portées par de bons résultats au deuxième trimestre et des indicateurs macroéconomiques encourageants, les prévisions de bénéfices par action ont été révisées à la hausse en Europe et aux États-Unis, notamment grâce aux premiers effets positifs de l'intelligence artificielle sur les marges. Toutefois, face à des attentes du marché particulièrement exigeantes, la prudence est de mise. L'excès d'optimisme pourrait se heurter à une inflation persistante, alimentée par la volatilité du pétrole Brent, et au durcissement monétaire des banques centrales, dont les hausses de taux sont déjà anticipées par les marchés de swaps. Dès lors, la diversification vers des actifs de qualité et des secteurs défensifs sera à privilégier au sein des portefeuilles. Enfin, les rotations sectorielles observées depuis juin ont diminué la polarisation et la concentration du marché, réduisant les nouveaux moteurs de performance.

Devises

Le manque de lisibilité de la politique monétaire américaine et les annonces du Trésor visant à limiter la hausse des taux longs sans perspective de réduction des déséquilibres budgétaires ont entamé la confiance dans le dollar américain contre la plupart des devises malgré la résurgence des tensions au Moyen Orient. Il devrait maintenant se stabiliser soutenu par la résilience de la croissance économique et une politique monétaire plus restrictive (discours de K. Warsh à Jackson Hole en toute fin de mois). Par ailleurs, l'Euro pourrait pâtir de prix du pétrole et du gaz élevés, d'une moindre croissance économique ainsi que des nombreuses échéances électorales dans la zone.

Les menaces d'une nouvelle intervention sur le marché des changes pour soutenir le Yen et les perspectives de hausse des taux de la Banque du Japon dès le mois de septembre devraient soutenir la devise japonaise.

Obligations souveraines

Au vu de la prolongation de la guerre au Moyen Orient, la BCE devrait procéder, début septembre, à une hausse de son taux de dépôt à 2,50%. L'absence, pour l'instant, d'effets de second tour, nous permet d'envisager ensuite une période de stabilité même si les risques tendent vers une politique monétaire plus restrictive, notamment en cas de persistance du blocage du détroit d'Ormuz. Ainsi, après les fortes tensions de l'été, les taux à 2 ans et 10 ans allemands devraient se détendre respectivement vers 2,55% et 3,10%. Les hausses de taux de la BCE anticipées par les marchés nous semblent trop fortes et les problématiques de financement de la dette sont maintenant assez bien intégrées. L'impact sur la croissance de la zone Euro d'une guerre prolongée devrait limiter les tensions. La France serait pénalisée par la proximité de l'échéance électorale et par ses difficultés à réduire son déficit budgétaire.

Crédit

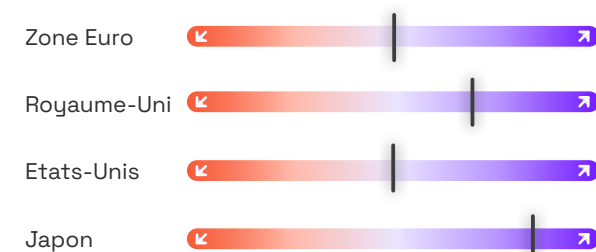
La BCE devrait probablement porter son taux de dépôt à 2,50 %, face à des pressions inflationnistes persistantes. Notre lecture de la situation évolue peu.

Les bilans des entreprises restent globalement sains. La dégradation conjoncturelle des indicateurs de crédit pourrait toutefois entraîner une légère hausse des taux de défaut et un élargissement modéré des marges de crédit.

Ce scénario central repose sur l'hypothèse que le conflit en Iran ne se ravive pas. Dans ce contexte, l'activité du marché primaire devrait reprendre progressivement. Le marché du crédit demeure attractif, avec des rendements protecteurs, et offre une alternative intéressante aux marchés actions plus volatils.

Enfin, l'instabilité politique en France devient une source de préoccupation croissante.

Nos vues de marché



(Indices : Eurostoxx, FTSE 100, S&P 500, Topix)

Nos vues de marché



Nos vues de marché



(Taux 10 ans)

Nos vues de marché



(Indices : Bloomberg Euro Aggregate Corporate et Bloomberg Pan-European High Yield)

Espérance de performance à 6 mois en euros au 31 août 2026. Source : Ecofi

