



LA FRANÇAISE

Crédit Mutuel Alliance Fédérale

Lettre de rentrée

Découvrez nos convictions d'ici la fin d'année 2026

Achevée de rédiger
le 01/09/2026

Introduction



François Rimeu

Stratège Senior,
Crédit Mutuel
Asset Management

¹Positionnement favorable aux actifs risqués

²Price Earnings ou cours sur bénéfices, mesure le rapport entre le cours d'une action et son bénéfice net par action

Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 31/08/2026.

Contexte macroéconomique

Nous avons abordé l'été avec une stratégie *risk-on*¹ : **positifs sur les actions, l'or et les parties courtes de courbe**. Ce choix reposait sur des anticipations de bons résultats d'entreprises, un pétrole bas et une macroéconomie solide.

Les publications de résultats du premier semestre confortent notre scénario, comme en témoignent les révisions à la hausse des attentes bénéficiaires pour 2026 :

- +5,96 % depuis fin juin pour le S&P 500 aux États-Unis,
- +1,35 % pour le Stoxx 600 en zone Euro.

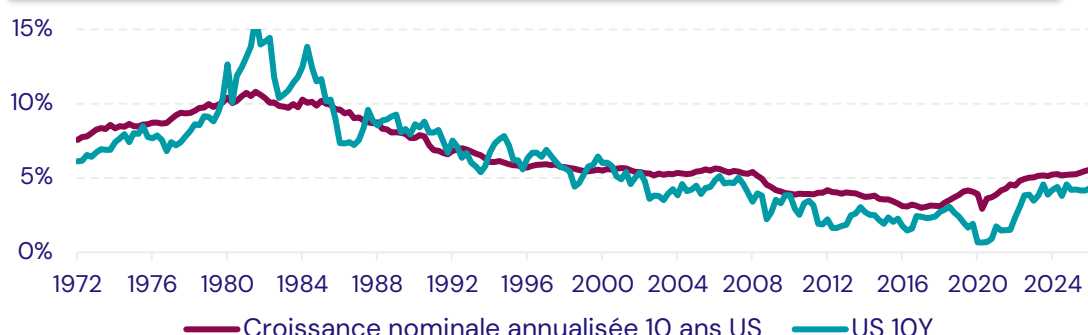
Sur le front macroéconomique, l'activité reste bien orientée ; les récents indices PMI le confirment (baromètre clé de la santé manufacturière d'un pays). En revanche, le conflit au Moyen-Orient a perduré sans aucune avancée notable, permettant un rebond du prix du pétrole autour de 90\$. **Si l'or et les indices actions ont brillé pendant l'été, les marchés obligataires ont logiquement souffert** de ces développements et ce malgré le soutien du Trésor américain.

La fin d'année sera jalonnée d'événements politiques qui pourraient impacter les marchés : élections de mi-mandat aux États-Unis, vote du budget en France, tensions dans le détroit d'Ormuz, mais aussi vives frictions entre le Canada et les États-Unis, où l'inflexibilité de l'administration Trump et les menaces de barrières douanières se trouvent exacerbées par la rupture des négociations commerciales.

Ce contexte s'inscrira pourtant dans une **croissance nominale forte, un puissant moteur pour les actions**. Aux États-Unis, les bénéfices du S&P 500 sont attendus à +31 % sur l'année, faisant reculer le P/E^2 de 27x fin 2025 à 21x fin 2026.

Pour les marchés obligataires, la situation devrait rester plus difficile. Les déficits publics, les investissements massifs dans l'IA et la croissance vont maintenir les taux sous pression. Le graphique ci-après illustre qu'aujourd'hui, les parties longues de courbe ne semblent pas spécialement bon marché.

Modèle de valorisation : Taux américain à 10 ans



Cet environnement devrait rester très favorable à l'or (et globalement aux matières premières) comme l'illustre son comportement lors de l'intervention du Trésor américain. Il devrait être **défavorable au dollar** si les États-Unis cherchent encore à limiter la hausse des taux longs. **Le crédit**, de son côté, pourrait être un peu moins tranquille en raison de la nervosité globale du marché obligataire mais aussi en raison de la forte hausse des émissions des sociétés technologiques américaines et de leurs engagements hors bilan.

Expertise Obligataire

Gestion monétaire

Le marché monétaire en zone Euro évolue dans un contexte de resserrement de la politique monétaire. En juin, la BCE a relevé son taux de facilité de dépôt de 25 points de base (bp), à 2,25 %, marquant sa première hausse depuis 2023, en réaction aux pressions inflationnistes sur l'énergie liées au conflit au Moyen-Orient.

Dans cet environnement, sur la partie courte de la courbe, **les taux du marché monétaire restent toujours étroitement ancrés sur le taux de dépôt de la BCE** avec une prime de risque (*spread*) de 5,9 bp entre l'€STR et le taux de dépôt qui reste selon nous cohérent avec le niveau actuel de l'excédent de liquidité (2 150 Mds €).

Sur la partie plus longue, la courbe des OIS¹ intègre désormais une hausse de 25 bp lors de la réunion de la BCE en septembre, puis une nouvelle hausse en décembre associée à une probabilité de 52 %. Au total, le marché anticipe un resserrement cumulé d'environ 60 bp d'ici mi-2027, correspondant à un taux de dépôt terminal proche de 2,80 %. **À ce stade, soulignons que l'essentiel du cycle de hausse actuellement anticipé par le marché devrait se concentrer sur les quatre à six prochains mois.**

Dans un environnement marqué par des incertitudes macroéconomiques et géopolitiques, le **segment monétaire continue de bénéficier de sa flexibilité** et de sa capacité à répondre rapidement aux besoins de refinancement à mesure que les conditions de marché évoluent. Le marché primaire du crédit court terme, qui s'adresse principalement aux fonds monétaires, **reste ainsi largement dominé par les émissions à taux variable**, qui représentent environ 80 % des volumes émis sur les maturités inférieures ou égales à 2 ans. Cette dynamique reflète à la fois les contraintes d'investissement de certains acteurs et la recherche d'une plus grande efficacité de financement de la part des émetteurs.

FACTEURS POSITIFS



La hausse de taux anticipée en septembre devrait mécaniquement entraîner une remontée de l'€STR et des fixings EURIBOR, **augmentant directement les rendements des investisseurs en fonds monétaires**



Demande soutenue des investisseurs : les encours des fonds monétaires de la zone euro progressent de +140 Mds € en 2026, après un sommet à 2 065 Mds € fin 2025



Les marchés des *commercial papers* en euro restent stables. **La concurrence permet de maintenir des spreads attractifs**, dans un marché monétaire qui bénéficie toujours d'une offre de financement abondante

POINTS D'ATTENTION



L'incertitude liée au budget et à l'élection présidentielle pourrait maintenir une pression vers un écartement des spreads. Nous restons prudents et attendons des niveaux plus attractifs avant de renforcer nos positions



La persistance de l'inflation des services (+3,3 %) et la dynamique salariale (+3,5 %) au premier semestre 2026 menacent de propager l'inflation au-delà du seul secteur énergétique



L'évolution du conflit au Moyen-Orient dictera la trajectoire des taux : un apaisement détendra les prix de l'énergie, tandis qu'une escalade pourrait accentuer les pressions inflationnistes, conduisant à un durcissement monétaire

POSITIONNEMENT *****

¹Overnight Indexed Swap

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, BCE, Bloomberg. Données au 31/08/2026.

Dans le contexte actuel, caractérisé par une courbe des taux croissante, avec une hausse de taux très largement anticipée en septembre et une courbe relativement plate au-delà d'un an, **l'environnement reste globalement favorable à nos fonds monétaires.**

Cette attractivité se reflète déjà dans les encours, qui restent très élevés avec une accélération des flux entrants. Parallèlement, les **rendements absolus se situent à des niveaux parmi les plus hauts observés depuis plusieurs années**, renforçant l'intérêt pour cette classe d'actifs. Les fonds monétaires ont ainsi consolidé leur rôle au sein des allocations, en évoluant d'un simple véhicule temporaire de gestion de trésorerie vers une **composante plus structurelle des portefeuilles.**

Expertise Obligataire

Taux - Investment Grade

Aux États-Unis, les taux longs atteignent des sommets pluriannuels (10 ans à ~4,73 %, 30 ans à ~5,27 %) dans un mouvement de pentification de la courbe des taux. Le marché arbitre ainsi **entre deux temporalités anticipant une hausse des taux directeurs à court terme**. À plus long terme, il intègre **une prime de risque budgétaire et inflationniste croissante**. Selon nous, la hausse des rachats d'obligations à long terme décidée par le Trésor américain aura un effet limité, les taux souverains outre atlantique restant élevés en raison des inquiétudes sur la soutenabilité des finances publiques américaines.

En zone Euro, la courbe souveraine reste aussi sous pression. Le Bund allemand à 10 ans évolue autour de 3,25 %, un niveau inédit depuis 2011. La pentification du segment 2-10 ans reste toutefois limitée. Les craintes d'une inflation persistante et d'une croissance résiliente alimentent **les anticipations de deux hausses de taux directeurs à six mois**. Au cours de l'été, les *spreads* pays vs Allemagne se sont tendus, notamment le spread OAT-Bund qui atteint 86 bp (+10 bp), la France payant la dégradation de sa trajectoire budgétaire et le spread BTP-Bund à 81 bp (+7 bp), l'Italie étant très dépendante du pétrole en provenance du golfe Persique.

Sur le **crédit Investment Grade**, les *spreads* restent à leurs plus bas niveaux (IG euro à 77 bp et IG US à 79 bp), confirmant une très bonne résistance aux différents épisodes de volatilité sur les taux souverains. **Les facteurs techniques restent favorables** (portage attractif, collecte sur les ETF, etc.) dans un contexte de résultats des entreprises toujours solide. Nous serons attentifs à l'offre primaire sur le marché du crédit qui est attendue autour de 85 milliards d'euros en septembre et, particulièrement, aux émissions des *hyperscalers* dont les engagements hors bilan sont considérables.

FACTEURS POSITIFS



Le **portage sur les taux souverains est attractif**, à des sommets pluriannuels



La **dynamique de croissance en zone Euro**, relativement résiliente, est favorable au crédit



La **demande des investisseurs** sur le marché du crédit IG européen reste ferme

POINTS D'ATTENTION



L'offre d'obligations **souveraines est le facteur clé du niveau des taux longs** (augmentation massive des émissions, notamment aux États-Unis et en Allemagne)



Risques inflationnistes alimentés par la géopolitique (conflit au Moyen-Orient, Ukraine, droits de douane, élections)



Les valorisations des actifs risqués se maintiennent à des niveaux historiquement élevés (crédit IG/HY, dettes subordonnées, valorisation boursière des entreprises technologiques)

POSITIONNEMENT ****

Relativement à la sensibilité, nous voyons les niveaux actuels sur la dette souveraine européenne comme des **points de renforcement intéressants, le portage étant attractif**, surtout sur la zone 2-5 ans, car nous n'anticipons qu'une seule hausse des taux directeurs de 25 bp d'ici le T1 2027. **Nous privilégions les pays cœur de la zone Euro** (Allemagne, Pays-Bas) et restons neutres sur l'Espagne, l'Italie et la France sans anticiper d'écartement massif lors des discussions budgétaires de l'automne. Un écartement supplémentaire pourrait néanmoins se matérialiser, début 2027, à l'approche des présidentielles.

Sur le crédit, l'offre primaire sur les Corporates étant attendue autour de 187 milliards d'euros d'ici la fin de l'année vs 87 milliards pour les financières, nous pensons que cette situation devrait soutenir le segment des financières seniors pour lequel les facteurs techniques demeurent favorables. En outre, nous favorisons toujours la qualité, les **secteurs défensifs**, les **formats seniors** et la **partie intermédiaire de la courbe**, maximisant le *roll down return* pour un bêta modéré, dans un contexte de courbes de taux et de crédit peu pentues.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 31/08/2026.

Expertise Obligataire

Financières & Dettes Subordonnées

Les CoCos¹ ont été les stars de l'été ! Au sein d'un environnement de taux de nouveau chahuté et de marchés actions plus hésitants, les dettes subordonnées ont traversé des semaines plutôt calmes dernièrement. **Là où les valorisations en spreads stagnent sur la plupart des segments crédit, ce qui n'est guère surprenant vu leur cherté relative et absolue, les CoCos font encore figure d'exception et ont vu leurs spreads se resserrer** durant la trêve estivale. L'indice Bloomberg des CoCos EUR indique un spread de 223 bp au 31 août, soit 19 bp de resserrement depuis fin juin, à comparer à 4 bp de resserrement pour l'indice High Yield EUR à 277 bp ou encore un écartement de 8 bp pour l'iTraxx Crossover sur la même période.

Cette poursuite de la surperformance des CoCos par rapport aux gisements crédit comparables provient de : (i) une nouvelle saison de **résultats de très bonne facture** des banques et compagnies d'assurance européennes, qui confirme l'excellente santé des émetteurs (ii) **un secteur perçu comme davantage « à l'abri » des aléas macroéconomiques actuels ou de la course à l'IA**, (iii) des **besoins de refinancement très limités** pour le S2 2026 et (iv) **un coussin de spread encore suffisamment conséquent** pour absorber partiellement la volatilité induite par les mouvements des taux souverains.

Qu'est-ce qui pourrait faire dérailler les spreads pour les mois restants de l'année ? Ils ont finalement bien résisté à la pentification des taux souverains, et le niveau absolu des rendements actuariels demeure confortable, ce qui permet d'envisager une **tenu favorable des dynamiques de flux entrants sur les fonds crédit « High Beta »**. Les dettes subordonnées pourraient ainsi constituer une option d'allocation à privilégier pour la rentrée, bien que **le portage soit désormais le principal vecteur de performance potentielle**.

FACTEURS POSITIFS



Les résultats financiers des institutions financières européennes sont encore **d'excellente tenue. Il n'existe plus de banques dites « périphériques »**



La demande des investisseurs pour les dettes subordonnées est **optimale**, que ce soit sur le marché primaire ou secondaire, du fait de rendements et coupons confortables



Les risques spécifiques à ces structures sont actuellement faibles : (i) peu de besoins de refinancements pour le reste de l'année, et (ii) le risque de non-call est négligeable, ou alors bien identifié

POINTS D'ATTENTION



La compression toujours plus forte des spreads entre segments et au sein des segments laisse **peu de place à davantage de resserrement** désormais



Le gisement des Corporates Hybrids évolue rapidement avec la forte progression des émissions nettes. S'il est davantage varié en termes de noms/secteurs, il recèle des **structures et noms parfois plus agressifs**



Les risques de changements réglementaires sur les AT1 CoCos sont réels, mais nous n'attendons rien de concret avant au moins plusieurs trimestres. La Suisse pourrait faire chemin à part cependant

¹Contingent Convertible bond ou obligation convertible contingente

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg, Markit. Données au 24/08/2026.

POSITIONNEMENT * * * * *

Les dettes subordonnées sont toujours victimes de leur succès, et leur **portage encore convenable** conforte leur aspect diversifiant du High Yield Corporate, le tout en étant **moins exposées** en première ligne face **aux menaces géopolitiques et à la course à l'IA**. Nous estimons que **les niveaux de spreads peuvent se maintenir** dans un corridor équivalent à celui de ces derniers mois, du fait d'une **demande robuste** pour les marchés de crédit. Le potentiel de surperformance nous semble cependant derrière nous.

Nous privilégions les AT1 et RT1 CoCos € à reset spreads élevés (i.e. avec une probabilité de **call** intrinsèque plus forte) et d'émetteurs champions nationaux ou européens. Nous privilégions les Tier 2 d'assurance par rapport aux Tier 2 bancaires pour leur sensibilité obligataire plus élevée. Pour les **Corporates Hybrids**, nous privilégions les secteurs défensifs, en dépit de valorisations plus onéreuses.

Expertise Obligataire

Crédit Haut Rendement, Convertibles & Émergents

Sur le segment du High Yield, les *spreads* ont évolué entre 250 et 350 bp en Europe et entre 275 et 360 bp aux États-Unis. **Le portage a été le principal contributeur à la performance** durant le S1 alors que la hausse des taux d'intérêt (conséquence de la guerre et de la hausse des matières premières) a été défavorable à la performance. Le High Yield émergent et notamment le crédit LATAM ont surperformé en raison du poids important des valeurs énergétiques. La meilleure performance sur la période revient aux convertibles avec +20 % aux États-Unis et +8 % en Europe contre entre 1 à 2,5 % pour le crédit HY.

Les fondamentaux des entreprises sont bien orientés, soutenus par des ratios de levier maîtrisés, maintenant les taux de défaut globaux sur des niveaux stables. Seul l'univers émergent fait exception avec une légère recrudescence des défauts constatée. Enfin, anticipant potentiellement un durcissement prolongé des conditions financières, les entreprises ont sollicité le marché primaire pour se refinancer. Cette dynamique a propulsé les volumes d'émissions bruts à un plus haut de quatre ans, observant un rythme d'activité tout aussi soutenu sur le continent européen qu'outre-Atlantique.

Nous abordons la rentrée avec une certaine prudence compte tenu de l'accumulation des facteurs de risque comme le conflit au Moyen-Orient, les tensions sur les taux mondiaux (avec la hausse des primes de terme) et les interrogations sur les valorisations des sociétés de l'IA aux États-Unis avec la hausse importante de leur endettement. La question majeure de la rentrée est celle du risque politique en Europe avec les prochaines élections françaises. Cette hausse des **incertitudes économiques et géopolitiques** va se traduire par un **durcissement des conditions financières**, ce qui est de nature à impacter la valorisation des actifs risqués.

S'agissant des convertibles, nous gardons une vue toujours plus favorable vs les autres classes d'actifs à risque compte tenu des niveaux de valorisation et compte tenu de la qualité de gisement. **Les convertibles européennes offrent un meilleur profil rendement/risque que celles américaines** qui sont très corrélées aux valeurs technologiques et dont la qualité crédit est plus faible.

FACTEURS POSITIFS



Les fondamentaux des sociétés sont toujours corrects : levier maîtrisé, bonne liquidité, besoins de refinancement limités



En dépit des conflits géopolitiques, la **situation macroéconomique reste plutôt favorable** pour les entreprises : ce qui est positif pour les taux de défaut



Le **portage reste historiquement intéressant** compte tenu des niveaux des taux sans risque



Risque politique en Europe, principalement dû à l'approche des élections françaises



Durcissement des conditions financières en Europe et aux États-Unis (les taux réels atteignent 2,5 % outre-Atlantique) pouvant impacter les actifs risqués



Interrogations sur le financement de l'écosystème de l'IA aux États-Unis avec une hausse vertigineuse des taux d'endettement des sociétés concernées

POSITIONNEMENT * * * * *

Pour la rentrée, **nous anticipons un écartement des spreads HY et nous adoptons un positionnement plus défensif** que lors de la période récente. Nous anticipons également une hausse de la dispersion et une reprise de la décompression avec une sous-performance des émetteurs de faible qualité qui vont souffrir de la hausse des coûts de refinancement. Pour l'instant, nous n'envisageons pas d'accélération ou de hausse des taux de défaut

D'un point de vue sectoriel, **nous restons prudents sur les secteurs les plus sensibles aux risques politiques européens et à la hausse des primes de risque** comme les sociétés financières et les sociétés de consommation cyclique (aussi bien en Europe qu'aux États-Unis). D'un point de vue géographique ; nous sommes également **plus prudent sur les émetteurs français**.

Enfin, en termes de positionnement sur la courbe, nous privilégions toujours **la partie courte et intermédiaire (2 à 4 ans)**

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 31/08/2026.

Expertise Alternative

Stratégies d'arbitrage

Malgré une succession d'événements géopolitiques et macroéconomiques, **les marchés ont jusqu'ici plutôt bien absorbé les différents chocs**. Après un début d'année relativement favorable, porté par une croissance mondiale résiliente et la poursuite de la désinflation, l'éclatement du conflit entre les États-Unis, Israël et l'Iran fin février a marqué un tournant. Les tensions autour du détroit d'Ormuz ont en effet entraîné une forte hausse des prix de l'énergie, ravivant les **craintes inflationnistes et de stagflation**, notamment en Europe. La détente observée au printemps a par la suite permis aux marchés de se stabiliser, avant un nouveau regain de tensions en juillet avec la nouvelle fermeture du détroit d'Ormuz et un Brent temporairement supérieur à 100 \$. Malgré ces épisodes, les actifs risqués ont su faire preuve de résilience.

Les politiques monétaires sont restées au cœur des préoccupations des investisseurs, les banques centrales devant composer avec des trajectoires d'inflation et de croissance divergentes. La Fed a ainsi privilégié le statu quo face à une économie américaine encore solide, tandis que la BCE a progressivement durci ses conditions de refinancement, avant de marquer une pause en juillet. Les décisions de politique monétaire des prochains mois seront toujours conditionnées par l'évolution de l'inflation et de l'activité.

Les élections américaines de mi-mandat, prévues en novembre, constitueront également un autre temps fort de la fin d'année. Par ailleurs, **la persistance des risques géopolitiques et commerciaux devrait continuer à alimenter la volatilité des marchés**. Dans cet environnement incertain, la flexibilité de la gestion alternative permet de s'adapter rapidement aux évolutions de marché et de saisir les opportunités qui se présentent.

FACTEURS POSITIFS



Marché primaire dynamique, notamment sur les ABS, les CLO et le crédit européen, offrant des opportunités de sélection et un bon couple rendement/risque



Dispersion et mouvements sur les taux, **favorisant les stratégies de valeur relative et d'arbitrage de pente**



Résilience du crédit, permettant de conserver des opportunités sur les stratégies de base, de *spread* et de *carry*

POINTS D'ATTENTION



Risque politique américain pouvant créer des pics de volatilité défavorables à court terme, mais propice aux opportunités d'investissement



Incertitudes sur le marché des fusions et acquisitions, les tensions macroéconomiques pouvant limiter le nombre de nouvelles opérations sur la fin d'année



Abondance d'émissions obligataires de la part des géants du cloud **risquant de saturer le marché** et d'exercer une pression à la hausse sur les primes de risque

POSITIONNEMENT * * * * *

Nous abordons cette rentrée avec **une approche prudente et attentiste**. La faible volatilité observée durant l'été a limité les sources d'opportunités sur les marchés de crédit. Nous privilégions ainsi une gestion active et sélective, en attendant un retour plus marqué de la volatilité et de la dispersion, pouvant faire émerger davantage de points d'entrée. **La fin d'année pourrait offrir un environnement plus riche**, avec les élections de mi-mandat américaines et leurs incertitudes. Sur le crédit, nous restons positionnés sur le segment 1-3 ans, qui continue d'offrir un portage intéressant tout en limitant l'exposition aux mouvements de marché.

Sur les taux, l'environnement offre davantage de matière aux **stratégies de valeur relative**, notamment sur les pentes de courbe. Une inflation maîtrisée devrait permettre aux banques centrales d'adapter progressivement leur politique monétaire, créant des opportunités pour les stratégies mises en place. Enfin, **sur le M&A, nous restons prudents** dans un marché américain qui demeure plus incertain, notamment en raison des enjeux politiques et réglementaires, et de la volatilité observée sur certains dossiers. Nous restons néanmoins attentifs aux opportunités qui pourraient se présenter avec le retour de l'activité après l'été, tout en conservant une approche sélective et opportuniste.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Sources : Groupe La Française. Données au 31/08/2026.

Expertise Actions

Actions internationales

Tirés par les marchés émergents hors Chine et les États-Unis, suivis de l'Europe et du Japon, l'indice mondial MSCI World et le S&P 500 progressent respectivement de +13 % et +12 % depuis le début de l'année.

La **croissance des bénéfices aux États-Unis** repose en partie sur les *hyperscalers*, dont les revalorisations de participations (OpenAI, Anthropic) ont tiré la moitié de la hausse des bénéfices du T2.

Les tensions géopolitiques ravivent les craintes d'inflation, tournant l'attention vers la Fed et le Trésor. La hausse des taux longs mondiaux – le 30 ans américain atteignant un plus haut en 19 ans – remet le coût du capital au cœur des arbitrages et pèse sur les valorisations. L'explosion des CAPEX (1 400 Mds \$ en 2027) et les émissions d'obligations des *hyperscalers* (95 Mds \$ cet été) entrent en concurrence avec celles de la dette souveraine, poussant les taux à des niveaux extrêmes. Si la demande finale pour l'IA demeure solide, le marché s'interroge sur la rentabilité à terme des projets et la circularité de l'écosystème technologique.

Dans ce contexte, le marché scrute i) les annonces de la Fed lors du sommet de Jackson Hole, ii) les résultats de Nvidia, véritable baromètre du secteur, et iii) la pertinence d'une diversification renforcée face au regain de volatilité et aux rotations sectorielles attendues d'ici les élections de mi-mandat.

L'été a été porteur pour l'or et les valeurs aurifères. Après avoir corrigé sa hausse marquée du début d'année 2026, l'or s'est stabilisé sur un support majeur autour de 4 000 \$ l'once. Les sociétés aurifères publient des résultats solides, portés par des marges d'exploitation supérieures à 50 %.

La Banque du Japon poursuit sa normalisation monétaire, portée par des hausses salariales et une inflation soutenue. Les États-Unis et le Japon sont par ailleurs intervenus conjointement sur le marché des changes durant l'été (87 Mds \$) pour enrayer la faiblesse du yen, mais la consommation réelle des ménages recule tout de même pour le septième mois consécutif sous le poids de l'inflation.

Côté émergents, l'Asie (Taïwan, Corée, Chine) surperforme grâce à la forte demande en infrastructures d'IA, tandis que les autres marchés progressent modérément et que l'Inde se replie.

FACTEURS POSITIFS



Gains de productivité liés à l'IA et **croissance des bénéfices attendue** : +31 % (360 Mds \$) pour 2026 et +13 % (406 Mds \$) pour 2027 aux États-Unis



Ruissellement des bénéfices IA sur d'autres secteurs comme les financières et les adopteurs (industrielles)



Thématiques porteuses de l'or et fonds de style « Qualité Croissance » ou « Blend »



Incertitudes géopolitiques : conflits Russie-Ukraine et au Moyen-Orient



Élections de mi-mandat aux États-Unis et **présidentielles** en France



Évolution des taux réels : la hausse des taux d'intérêt comprime les niveaux de valorisation des actions

POSITIONNEMENT *** **

La volatilité estivale — alimentée par des prises de bénéfices sur l'IA, le ralentissement chinois et les tensions géopolitiques en Iran — valide notre **approche sélective**.

Par conséquent, la gestion privilégie des titres dont la qualité des résultats et le niveau de valorisation offrent un **rendement/risque attractif**. Sur la thématique de l'IA, nos investissements se concentrent sur les sociétés bénéficiant d'une réelle création de valeur dès maintenant et sur celles qui utilisent l'IA pour améliorer leur productivité.

Les périodes de volatilité seront mises à profit afin de se positionner sur des valeurs de qualité offrant un momentum de révision des *cash-flows* positifs.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Sources : Crédit Mutuel Asset Management, Bloomberg. Données au 31/08/2026.

Expertise Actions

Actions européennes

Les marchés européens terminent le 1^{er} semestre sur de nouveaux points hauts, imperturbables malgré une volatilité exceptionnelle. Après un T2 dominé par la normalisation progressive de la crise énergétique, les marchés actions sont restés bien orientés au cours de l'été. Depuis le début de l'année, les indices Stoxx 600 et Euro Stoxx 50 progressent respectivement de +10,6 % et +12 %.

Le contexte géopolitique et les rotations observées en 2026 ont créé une forte volatilité sur les marchés, avec d'importantes disparités inter et intrasectorielles. Le secteur de l'énergie affiche la meilleure performance, tirée par la hausse des cours du pétrole. La Technologie n'est pas en reste, avec des performances stellaires du côté des équipementiers semis, tandis que les valeurs de logiciels souffrent toujours de leur profil « AI Losers ». À l'inverse, la consommation souffre, impactée par le regain d'inflation pesant sur le pouvoir d'achat et par une Chine continentale toujours en difficulté.

Le style Value continue d'être porté par les financières. Le contexte de taux, la bonne orientation des marges et les valorisations rendent le style encore attractif. Les valeurs de qualité vont-elles prendre le relais ? La division par deux de leur prime de valorisation depuis 2024, leur plus faible volatilité et des bilans solides avec une bonne visibilité sur les résultats devraient raviver l'intérêt des investisseurs.

La saison de publications des résultats a vu le consensus réviser à la hausse les attentes pour 2026, notamment pour les valeurs technologiques, mais aussi bancaires et de consommation cyclique. Le *deleveraging* du mois de juillet recrée des opportunités, tant sur le momentum et l'IA que sur la recherche de valeurs de qualité et de croissance.

FACTEURS POSITIFS



Un marché européen qui retrouve l'intérêt des investisseurs : croissance des BPA¹ de plus de 14 % au 1^{er} semestre, une rentabilité des capitaux qui s'est nettement améliorée (hausse des marges), les meilleurs flux entrants depuis 10 ans



Des moteurs de croissance économique : concrétisation du plan allemand qui pourrait se matérialiser en 2026 et devrait permettre aux valeurs plus cycliques de retrouver l'attrait des investisseurs



Des thématiques porteuses : le moteur de l'IA tourne toujours à plein régime malgré les inquiétudes sur les capacités de financement



POINTS D'ATTENTION

Contexte politique en France : l'échéance des élections devrait créer de la volatilité sur les valeurs françaises domestiques



Inflation & prix de l'énergie : l'absence de résolution du conflit et le blocage du détroit d'Ormuz risquent de pérenniser la prime de risque géopolitique



Concentration du marché : la résilience des marchés demeure largement dépendante de la thématique IA

¹Bénéfices Par Action

Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Source : Crédit Mutuel Asset Management au 31/08/2026.

POSITIONNEMENT *** **

Dans ce contexte, **la gestion privilégie les sociétés de qualité**, capables de traverser les différentes phases de cycle en s'adaptant aux évolutions géopolitiques tout en profitant des segments les plus porteurs de l'économie.

La nouvelle révolution industrielle est en marche. L'IA reste une très forte conviction **mais nous restons dans l'ensemble prudents compte tenu des niveaux de valorisation relativement élevés** et des premiers signes d'essoufflement visibles sur les marchés. L'ensemble de la chaîne de valeur doit ainsi être adressée, des fournisseurs d'énergie aux acteurs purs des semi-conducteurs. **Le thème de l'électrification reste un élément clé pour capter cette tendance structurelle.**

La concentration du marché amène toutefois à de la prudence, le contexte de taux encore élevé rendant les niveaux de valorisation plus sensibles. **Le stock picking reste clé** pour diversifier les portefeuilles et capter les histoires idiosyncratiques qui vont au-delà des thèmes du moment.

Expertise Actions

Petites & Moyennes Capitalisations

Les petites et moyennes¹ valeurs européennes **progressent en 2026 de +11 % pour l'Europe² et +1 % pour la France³**, des performances environ 2 points inférieures aux grandes capitalisations. **Elles enchainent donc une deuxième année de performances positives** après une année 2025 particulièrement porteuse. Malgré cela, **la sous-performance par rapport aux grandes capitalisations** accumulée depuis 2022 et le début de la guerre en Ukraine, de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt, **n'a pas encore été résorbée**.

Au même titre que les grandes capitalisations, **la technologie et l'énergie surperforment**, impactées respectivement par la forte croissance de l'intelligence artificielle et par la hausse des cours du pétrole propulsés par le conflit au Moyen-Orient. À l'inverse, **la consommation souffre** en relatif, impactée par le regain d'inflation pesant sur le pouvoir d'achat des ménages.

L'étendue des univers d'investissement et le positionnement souvent de niche des petites valeurs permettent de **s'exposer à des parties des chaines de valeur prometteuses et des thématiques porteuses** comme la réindustrialisation et souveraineté économique, la défense et infrastructures, ou encore la transition et l'indépendance énergétique et la modernisation des réseaux.

Le changement de cycle est loin d'être acquis et la croissance européenne reste fragile, le tout dans un contexte de **taux particulièrement élevés**. Pourtant, et malgré le rebond observé depuis 2025, **les valorisations des valeurs moyennes restent toujours nettement inférieures à celles de leurs grandes sœurs**, à l'opposé des niveaux de primes historiquement observés.

FACTEURS POSITIFS



Concrétisation du plan de relance allemand qui pourrait commencer à se matérialiser fin 2026, permettant aux petites valeurs d'outre-Rhin plus cycliques de retrouver l'attrait des investisseurs



Des valorisations jugées historiquement basses en relatif du reste du marché, qui constituent un levier majeur pour une surperformance à moyen terme des petites valeurs



Thématiques porteuses représentées chez les petites valeurs qui pourraient attirer les investisseurs en recherche de valorisations plus attractives

POINTS D'ATTENTION



Incertitudes géopolitiques qui continuent de peser sur le sentiment des agents économiques



Élections en France qui s'annoncent particulièrement incertaines avec une probabilité élevée d'un parlement sans majorité qui pourrait impacter les PME françaises



Niveau de taux particulièrement élevés qui pèsent sur les valorisations et sur les sociétés de croissance fortement représentées en portefeuille

¹Capitalisation boursière inférieure à 500M€ pour les Micro Caps, de 500M€ à 3 Mds€ pour les Small Caps et de 3 à 10 Mds€ pour les Mid Caps

²MSCI Europe Ex UK Small Cap

³Enternext PEA PME 150

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Source : Crédit Mutuel Asset Management au 31/08/2026.

POSITIONNEMENT *****

Dans ce contexte, la gestion conserve une sélection de sociétés de **croissance et de qualité afin de sélectionner les valeurs ayant la capacité de traverser les cycles, de s'adapter aux bouleversements géopolitiques, et de capter les pans de l'économie les plus attractifs**.

D'un point de vue thématique, **l'intelligence artificielle** reste privilégiée mais fait l'objet d'une surveillance accrue au regard des valorisations et des mouvements rapides observés en début d'année. Un repositionnement a également été effectué sur **des valeurs de l'énergie**, afin de bénéficier **des enjeux d'indépendance et de besoins croissants autour de l'IA**.

Les valorisations attractives et la croissance bénéficiaire élevée, captée par l'exposition aux thématiques porteuses, permettent d'approcher la fin d'année avec **optimisme**, tout en gardant en tête que la classe d'actifs aura besoin d'un **comportement de marché « pro risque »** pour pouvoir surperformer le reste de la cote.

Expertise ESG

Perspectives

« Nous sommes au cœur de la plus grave crise de sécurité énergétique que le monde n'ait jamais connu et je crois que cela va remodeler les stratégies d'investissement à l'échelle mondiale, similaire aux changements majeurs qu'a connu le monde de l'énergie après les chocs pétroliers des années 1970. »

– Fatih Birol, Executive Director, International Energy Agency, Launch of World Energy Investment 2026

L'investissement durable évolue, la résilience y est maintenant aussi importante que la performance et la croissance. **La durabilité des entreprises est de plus en plus dictée par des considérations économiques et de compétitivité, et non plus uniquement par la réglementation.**

Les risques climatiques physiques s'intensifient. À la mi-août 2026, **plus de 600k hectares avaient brûlé dans l'UE²**, faisant de 2026 la 3^{ème} pire saison d'incendies jamais enregistrée, avec une hausse potentielle de **39–200 % d'ici la fin du siècle en raison du changement climatique³**. **La demande mondiale en eau douce devrait augmenter de 20–30 % d'ici 2050³**. L'adaptation climatique passe progressivement de la gestion des risques aux dépenses d'investissement, tandis que les dépendances à l'eau et aux minéraux critiques deviennent des enjeux capitaux.

La technologie constitue le troisième facteur de transformation. L'adoption rapide de l'IA modifie les trajectoires d'émissions de nombreux secteurs qui avec l'industrie lourde, les véhicules électriques et la climatisation, **pousse la demande mondiale d'électricité à croître de 3,6 % par an jusqu'en 2030**, soit 30 % plus rapidement que lors de la dernière décennie. L'AIE⁴ estime que **les investissements mondiaux dans l'énergie atteindront 3 400 Mds\$ en 2026**, dont près des deux tiers consacrés aux renouvelables, au nucléaire, aux réseaux, au stockage, à l'efficacité énergétique et à l'électrification.

¹World Bank (2026). Commodity Markets Outlook.

²Current wildfire situation in Europe, Joint Research Centre, European Commission; Potsdam Institute

³UNESCO (2026). UN World Water Development Report 2026.

⁴IEA (2026). World Energy Investment 2026; Electricity 2026; Electricity Mid-Year Update 2026; Energy and AI; Global Critical Minerals Outlook 2026.

⁵European Defence Agency (2026). EU Defence Spending.

⁶European Commission, DG CLIMA (2026). Climate adaptation investment needs study, January 2026.

⁷EU ETS Reform proposal, July 2026

⁸EU AI Act, European Commission, Aug 2026

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Source : Crédit Mutuel Asset Management au 31/08/2026.

FACTEURS POSITIFS



En 2026, les dépenses européennes de défense grimperont à **454 Mds € (+30 % vs 2024)**, représentant **2,4 % du PIB de l'UE⁵**. Ce cycle crée des opportunités à long terme dans des secteurs stratégiques



D'ici 2030, la consommation électrique des data centres doublera, portée par 550 Mds\$ d'investissements dans les réseaux dès 2026⁴. L'accélération des investissements devrait créer des opportunités dans les écosystèmes industriels et énergétiques



L'EU AI Act impose de nouvelles règles de transparence et interdit déjà neuf pratiques à risque. Les obligations pour les systèmes à haut risque s'appliqueront progressivement jusqu'en 2028

POINTS D'ATTENTION



Le risque climatique physique est désormais réévalué en temps réel. **L'Europe devrait investir ~70 Mds € /an jusqu'en 2050 dans l'adaptation au climat** afin d'éviter des pertes pouvant atteindre **7 % du PIB⁶**



La réforme 2026 de l'EU ETS qui renforce le lien entre carbone, compétitivité et investissement face à l'objectif de **-90 % d'émissions d'ici 2040⁷**. Les entreprises gérant leurs risques climatiques seront les mieux positionnées



La concentration des chaînes d'approvisionnement fragilise la défense, l'automobile, l'énergie et la tech. Les contrôles chinois sur les terres rares **menacent 6,5 T\$/an de production en aval hors de Chine⁸**, plaçant la sécurité minière au cœur du risque de transition

POSITIONNEMENT *****

Les thèmes ci-dessus décrivent un environnement où **la résilience devient une source d'avantage concurrentiel** : les risques climatiques sont intégrés dans la tarification des assureurs, les dépendances aux ressources par les marchés et la sécurité énergétique par les gouvernements. L'écart entre les entreprises qui gèrent ces expositions et les autres devrait continuer à se creuser.

Cette perspective soutient **notre approche sélective**, privilégiant les entreprises bénéficiant d'avantages concurrentiels durables, d'une allocation disciplinée du capital et d'une exposition à des thèmes de croissance structurelle à long terme, mieux positionnées pour générer des rendements attractifs à long terme pour les investisseurs.

Conclusion



Jean-Louis DELHAY

CIO – Crédit Mutuel
Asset Management

L'horizon macroéconomique demeure incontestablement complexe et polarisé, oscillant entre des risques de court terme et des leviers de soutien structurels.

D'une part, la **trajectoire des rendements obligataires** à long terme, exacerbée par les tensions géopolitiques non résolues au Moyen-Orient, fait peser un risque d'asymétrie baissière sur la croissance globale. Les incertitudes persistantes quant à la normalisation des flux de matières premières via le détroit d'Ormuz alimentent les craintes d'une appréciation significative et durable des cours du brut. Un tel scénario de choc d'offre contraindrait les banques centrales à prolonger leurs politiques monétaires restrictives, maintenant le **risque de stagflation** au centre des préoccupations.

D'autre part, des facteurs de soutien substantiels viennent atténuer ces pressions. Sur le plan politique américain, à l'approche des élections de mi-mandat, l'administration de Donald Trump est fortement incitée à **contenir les prix de l'énergie** afin de préserver sa majorité au Congrès. Cette volonté s'accompagne d'efforts pour peser sur les taux hypothécaires, le Trésor se montrant disposé à déployer des mesures non conventionnelles. Plus largement, l'activité économique mondiale continue de bénéficier de la **résilience de la consommation**, de la **solidité du marché de l'emploi** et d'un **cycle d'investissement massif dédié à l'IA**, vecteur de gains de productivité tangibles à moyen terme.

C'est précisément dans ce contexte macroéconomique contrasté que la microéconomie démontre une robustesse remarquable. **La saison des publications de résultats du deuxième trimestre** s'est avérée exceptionnellement **solide des deux côtés de l'Atlantique**, surprenant une large part de la communauté financière par sa vigueur.

La croissance des bénéfices a atteint son niveau le plus élevé depuis près de cinq ans, s'établissant à **+33 % sur un an aux États-Unis** et **+23 % en Europe**, des performances nettement supérieures aux consensus de marché. Cette dynamique ne se cantonne pas au seul secteur de l'énergie : hors ce segment, la croissance sous-jacente demeure particulièrement robuste, s'élevant respectivement à **+28 %** et **+11 %**. Les secteurs **financier** et **technologique** ont constitué les **principaux moteurs** de ces surprises positives.

Face à des perspectives d'entreprises encourageantes, les analystes ont procédé à des révisions à la hausse généralisées des prévisions de bénéfices par action (BPA) pour l'exercice à venir. Par conséquent, **la croissance des résultats Corporate devrait demeurer le principal catalyseur de la performance des marchés actions au second semestre**, tandis que l'expansion des multiples de valorisation restera contrainte par le maintien de taux d'intérêt durablement élevés.

En conclusion, dans cet environnement où la stagflation représente le principal risque de marché, l'incertitude ne saurait justifier l'inaction. La progression des bénéfices offre aux actions un facteur de différenciation majeur et une protection historiquement supérieure à celle des titres à taux fixe.

POSITIONNEMENT PAR CLASSE D'ACTIFS

ACTIFS DE RÉSERVE ALTERNATIFS (OR) & LIQUIDITÉS

L'attrait de cette classe d'actifs est soutenu par l'accélération des achats de la Banque Populaire de Chine (PBOC) et par les interventions non conventionnelles du Trésor américain visant à contrôler la courbe des taux. Parallèlement, nous conservons une position stratégique en liquidités afin de préserver notre flexibilité opérationnelle.

ACTIONS

Nous maintenons un biais légèrement positif : La surperformance des actions face aux obligations devrait se poursuivre, portée par la qualité des fondamentaux microéconomiques.

TAUX FIXES ET DURATION

Nous observons une vigilance accrue sur le risque de duration. La pression haussière sur les rendements obligataires longs est appelée à perdurer, alimentée par le volume important d'émissions de dette souveraine à venir.

CRÉDIT & ÉMERGENTS

Nous adoptons une posture plus prudente sur le risque de crédit et procédons à des prises de bénéfices sur la dette souveraine des marchés émergents. Le resserrement de la liquidité en dollars américains, induit par la hausse des rendements des bons du Trésor, fragilise ce segment alors que les spreads actuels n'offrent plus de prime de risque attractive.

*Les indices STOXX® ainsi que sa marque déposée, sont la propriété intellectuelle de STOXX® Limited Zurich, Suisse « STOXX® »

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Source : Crédit Mutuel Asset Management au 31/08/2026.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. Compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Crédit Mutuel Asset Management, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou différemment des déterminations actuelles. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. www.la-francaise.com
Éditée par Groupe La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € – RCS PARIS 480 871 490.

Crédit Mutuel Asset Management : 128, boulevard Raspail 75006 Paris. Société de gestion d'actifs agréée par l'AMF sous le numéro GP 97 138 et enregistrée à l'ORIAS (www.orias.fr) sous le n°25003045 depuis le 11/04/2025. Société Anonyme au capital de 3 871 680 euros immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 388 555 021 Code APE 6630Z. TVA Intracommunautaire : FR 70 3 88 555 021.

Crédit Mutuel Asset Management est une filiale du **Groupe La Française**, holding de la gestion d'actifs du Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

CMSA – CIGOGNE Management S.A., 18, boulevard Royal L- 2449 Luxembourg. Société anonyme de droit luxembourgeois, enregistrée au Registre du Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B 101.547 – Sécurité sociale : 2004 2209 385, TVA : LU 211 449 74 comme société gestion suivant le chapitre 15 de la loi du 17 décembre 2010 sous le numéro S 633 comme gestionnaire de fonds d'investissement alternatifs suivant l'article 5 de la loi du 12 juillet 2013 sous le numéro A 766. Agréée par l'autorité de surveillance qui est la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 283, route d'Arlon L-1150 Luxembourg.

Cigogne Management est une filiale du **Groupe La Française**, holding de la gestion d'actifs du Crédit Mutuel Alliance Fédérale.

La Française Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n° 18673 (www.acpr.banque-france.fr) et enregistrée à l'ORIAS (www.orias.fr) sous le n° 13007808 le 4 novembre 2016. Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org

