

UN NOUVEAU MOIS SUR LES MARCHÉS

La lettre mensuelle des marchés d'Apicil AM



Septembre 2026

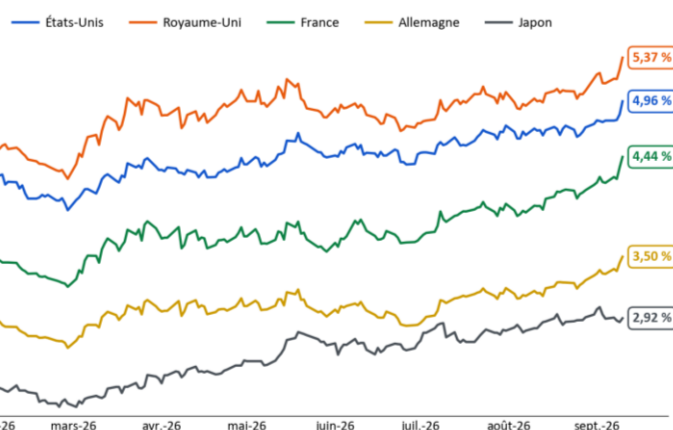
LES FAITS MARQUANTS DU MOIS

- ☀ La technologie porte la hausse des marchés actions en août
- ☀ Les tensions au Moyen-Orient ravivent la hausse des prix de l'énergie
- ☀ Les taux souverains remontent, tandis que le crédit résiste grâce au portage
- ☀ L'or rebondit en août, soutenu notamment par les achats des banques centrales et les flux vers les ETF

LE GRAPHIQUE DU MOIS

Principaux taux souverains à dix ans

en pourcent, données quotidiennes depuis le 1er janvier 2026



Sources : Apicil AM, Bloomberg au 10/09/2026

Face à des besoins de financement records (et à la concurrence des émissions des géants de l'IA), les investisseurs doutent de la soutenabilité des dettes et sanctionnent en priorité les États qui laissent filer leurs déficits (États-Unis, France). Même le Japon et l'Allemagne voient leur avantage s'éroder à mesure que leurs plans de relance se matérialisent.

S'y ajoutent une inflation plus tenace et une croissance plus résiliente qu'attendu, qui confortent les banques centrales dans leur resserrement, ainsi qu'en Europe l'envolée du gaz (+x %) sur fond de stocks anormalement bas (reconstitution insuffisante en 2025, sécheresse estivale).

Autrement dit, la remontée des taux est cohérente avec les fondamentaux (croissance, inflation, prime de terme) et s'opère dans un marché ordonné (liquidité présente, fourchettes serrées, adjudications largement souscrites).

Un contexte, des ambiances contrastées

Un même contexte, plusieurs ambiances sur les marchés cet été. Les nombreux rebondissements n'auront pas entamé la **résilience des marchés actions**, confortés par une saison de résultats exceptionnelle des deux côtés de l'Atlantique. Le tableau est nettement **moins euphorique du côté des emprunts d'État**, pris en étau entre les craintes budgétaires, l'inflation et les doutes sur la crédibilité des banques centrales. Entre les deux, **le crédit est resté stable**, le portage compensant la remontée des taux. **Les matières premières**, elles, **dominent toujours le classement** depuis le début de l'année, avec une nouvelle flambée du pétrole cet été et une envolée de l'or en août.

Un bilan plutôt rassurant, malgré le décrochage obligataire, au regard **d'un contexte qui s'est nettement compliqué**. Le protocole d'accord signé mi-juin entre Washington et Téhéran n'aura pas survécu au mois de juillet, **les hostilités ayant repris** et gagné la mer Rouge ainsi que le nord de l'Égypte. Le trafic dans le détroit d'Ormuz est de **nouveau fortement perturbé**, sans être totalement interrompu, et sur les 20 Mb/j qui y transitent habituellement, 8 à 10 Mb/j pourraient emprunter des voies alternatives (oléoducs, ports de contournement). **La facture n'en reste pas moins salée**, avec un Brent revenu au voisinage des 100 \$ et un gaz européen au plus haut depuis décembre 2022, au-delà de 80 €/MWh.

Faute de pouvoir l'emporter militairement, Washington change d'arme. Stocks de munitions entamés, facture de la guerre qui s'alourdit, navires impossibles à protéger en permanence, les États-Unis ont transféré **le bras de fer sur le terrain financier**. La cible est désormais la **manne extérieure de l'Iran**, ses ventes de pétrole, ses partenaires commerciaux et son accès aux marchés de capitaux, avec l'espoir de contraindre Téhéran à négocier. Annoncée par S. Bessent comme « la plus grande offensive financière jamais engagée contre un adversaire », **la manœuvre reste pour l'heure bien en deçà de l'étranglement promis**. Une soixantaine d'entités, d'individus et de navires figurent sur la liste, mais les grandes banques chinoises n'y sont pas et la pression monte par paliers. **Le scénario d'un enlèvement gagne donc du terrain** et l'issue du conflit se fait plus incertaine. **Nous continuons néanmoins de privilégier une normalisation progressive**, sur le mode d'une détente chaotique.

Pour D. Trump, **retarder la sortie de crise pourrait s'avérer très coûteux**, économiquement comme politiquement. Un premier

seuil de douleur a été atteint sur les taux longs américains, le 10 ans s'étant rapproché des 5 %, ce qui a contraint l'administration à réagir. **Deux opérations estivales pilotées par S. Bessent ont tenté d'endiguer la hausse**. Le Trésor a d'abord doublé, puis récemment triplé, ses rachats de Treasuries longues, pour une détente des taux finalement éphémère. Washington et Tokyo sont ensuite intervenus de concert pour soutenir le yen, avec la volonté de maintenir l'épargne japonaise investie en Treasuries. En parallèle, la hausse du coût de la vie érode la popularité du président et **accroît le risque d'une défaite aux élections de mi-mandat du 3 novembre**.

Le phénomène n'a toutefois rien d'idiosyncratique, il est mondial et porte **les rendements à des niveaux inédits depuis des décennies** (cf. Graphique du mois). Le choc énergétique importé du conflit entretient la pression sur les prix, et les banques centrales ne peuvent **plus le qualifier de transitoire sans y laisser leur crédibilité**. Les marchés intègrent désormais davantage de hausses de taux directeurs d'ici la fin de l'année et en 2027, un scénario qui nous paraît excessif. La remontée des taux longs resserre déjà les conditions financières et fait une partie du travail à leur place. Surtout, **l'inflation sous-jacente reste stable**, signe que la hausse vient avant tout de l'énergie, et l'absence de tensions sur l'emploi (avec des gains de productivité en soutien) écarte pour l'heure le risque d'une boucle prix-salaires.

Sur le front de la croissance, **ni l'Amérique ni l'Europe n'ont plié sous le choc du Moyen-Orient**. Aux États-Unis, le chiffre du deuxième trimestre a déçu en apparence (+1,5 % annualisé, contre +2,0 % attendu et +2,1 % au trimestre précédent), mais l'écart tient intégralement au **commerce extérieur et aux stocks**, dont la contribution négative traduit paradoxalement la solidité de la demande intérieure et l'ampleur des importations liées à l'IA. **L'investissement et la consommation avancent à bon rythme** et l'économie américaine aborde le second semestre en bonne posture (marges élevées, gains de productivité, marché du travail qui tient).

La Zone euro réserve pour sa part une bonne surprise, avec un premier trimestre relevé de -0,2 % à 0 % et un deuxième à +0,4 %, deux fois plus que prévu. **Les indicateurs avancés se redressent** et laissent augurer un second semestre convenable, même si la sécheresse et les incendies de l'été amputeront une partie du troisième trimestre.

NOTRE ALLOCATION

CLASSE D'ACTIFS		GRILLE D'ALLOCATION APICIL AM			
		PONDÉRATIONS TACTIQUES sur 1 mois	RÉVISION vs Août 2026	PONDÉRATIONS STRATÉGIQUES sur 6 mois	RÉVISION vs Août 2026
Actions	Exposition actions	=	Inchangé	+	Inchangé
	S&P 500	=	Inchangé	+	Inchangé
	Euro Stoxx 50	-	↓	=	Inchangé
	Footsie 100	=	Inchangé	=	Inchangé
	Topix	=	Inchangé	=	Inchangé
	MSCI pays émergents	=	Inchangé	+	Inchangé
Obligations euro	Exposition obligations euro	+	↑	=	Inchangé
	Obligations Core	+	↑	=	Inchangé
	Obligations périphériques	=	Inchangé	=	Inchangé
	Indexées inflation	=	Inchangé	=	Inchangé
	Investment Grade	+	Inchangé	+	Inchangé
	High Yield	=	Inchangé	=	Inchangé
	Subordonnées financières	=	Inchangé	=	Inchangé
Matières premières	Exposition matières premières	+	Inchangé	=	Inchangé
	Pétrole	=	Inchangé	-	Inchangé
	Or	+	Inchangé	+	Inchangé
Devises	Cash (Euro)	=	Inchangé	-	Inchangé
	Dollar	=	Inchangé	-	Inchangé
	Livre sterling	=	Inchangé	=	Inchangé
	Yen	+	Inchangé	+	Inchangé

Sources : Bloomberg, APICIL AM au 08/09/2026

PERFORMANCES DES MARCHÉS

CLASSE D'ACTIFS	Performances Août	Performances 2026
OR	9,7%	2,7%
Pétrole	5,2%	50,6%
Actions Japon (Topix)	3,9%	23,4%
Actions Etats-Unis (S&P 500)	2,7%	13,1%
Euro - Yen	2,3%	0,9%
Euro Stoxx 50	1,0%	12,9%
Crédit High Yield Etats-Unis	1,0%	2,5%
Obligations émergentes (devises locales)	0,8%	3,1%
Chine (CSI 300)	0,8%	-0,1%
Euro - Dollar	0,8%	-1,1%
Crédit High Yield euro	0,5%	2,0%
Crédit Investment Grade Etats-Unis	0,5%	-1,1%
Euro - Livre sterling	0,3%	-1,6%
Obligations long terme Etats-Unis	0,1%	-1,4%
Brésil (Bovespa)	-0,3%	10,1%
Crédit Investment Grade euro	-0,3%	-0,3%
Obligations long terme Allemagne	-0,6%	-1,3%
Obligations long terme Espagne	-0,6%	-0,7%
Obligations long terme Italie	-0,7%	-1,7%
Obligations long terme France	-0,9%	-1,4%
Inde (Nifty 50)	-1,2%	-7,8%
CAC 40	-2,1%	4,9%

Synthèse des performances marchés Actions

Le mois d'août 2026 a été marqué par un retour de l'appétit pour le risque sur les marchés actions mondiaux, avec une nette accélération des valeurs technologiques. Le MSCI World a progressé de +2,48 %, porté principalement par les marchés américains, tandis que les actions européennes sont restées plus en retrait. Cette divergence s'explique notamment par la composition des indices européens, davantage exposés aux secteurs défensifs qui ont souffert au cours du mois. À l'inverse, le Nasdaq 100 a progressé de plus de 6 %, illustrant le regain d'intérêt des investisseurs pour les valeurs technologiques et les thématiques liées à l'intelligence artificielle.

Sur le marché européen, la performance a été beaucoup plus contrastée. Après plusieurs mois de progression, les grandes capitalisations ont marqué le pas tandis que les petites et moyennes valeurs ont continué de tirer leur épingle du jeu. Cette rotation traduit un élargissement progressif du marché, les investisseurs recherchant davantage de relais de performance au-delà des grandes valeurs qui avaient largement porté les indices depuis le début de l'année. Les valeurs cycliques ont notamment bénéficié d'un regain d'intérêt, dans un contexte où les perspectives bénéficiaires apparaissent plus favorables dans plusieurs secteurs industriels. Les valorisations continuent par ailleurs de constituer un soutien pour les actions européennes, qui restent nettement moins chères que leurs homologues américaines.

La dynamique sectorielle a été dominée par les matières premières et la technologie. Les valeurs liées aux ressources de base ont fortement progressé, soutenues par le rebond des prix des métaux et par les espoirs de nouvelles mesures de soutien à l'économie chinoise. La santé a également bénéficié d'une bonne dynamique, portée par plusieurs publications encourageantes et des nouvelles positives dans la biotechnologie. À l'inverse, les secteurs traditionnellement recherchés pour leur rendement, comme les télécommunications et les utilities, ont subi une forte pression. Cette évolution traduit une rotation progressive des investisseurs au détriment des valeurs défensives et à haut dividende, au profit de sociétés davantage exposées à la croissance et au cycle économique.

La saison des résultats a confirmé une forte dispersion entre les entreprises, avec des révisions bénéficiaires encore favorables dans plusieurs secteurs cycliques, tandis que les perspectives se sont davantage dégradées dans la consommation courante et les communications. Cette dispersion renforce l'importance de la sélection de titres dans la performance des portefeuilles.

Ainsi, après un début d'année largement dominé par les grandes capitalisations, le mois d'août confirme une certaine diversification du leadership boursier. Le retour des petites et moyennes valeurs, le regain d'intérêt pour les secteurs cycliques et la poursuite du momentum technologique témoignent d'un marché qui s'élargit progressivement. Cette configuration reste toutefois caractérisée par une forte dispersion des performances, rendant la sélection de titres particulièrement importante dans la recherche de nouvelles sources de création de valeur.

Classe d'actifs (en USD)	Performances août 2026	Performances 2026 YTD
Géographies		
MSCI World	2,5%	12,1%
MSCI Europe (en EUR)	0,3%	10,1%
MSCI North America	2,7%	12,3%
MSCI Asia Pacific	3,1%	22,2%
Styles		
MSCI World Value	2,4%	15,9%
MSCI World Growth	2,5%	8,5%
Capitalisations		
MSCI World Large	2,7%	13,2%
MSCI World Mid	2,0%	12,4%
MSCI World Small	2,9%	17,2%
MSCI World Micro	5,2%	13,8%
Secteurs (MSCI WORLD)		
Consumer Discretionary	0,1%	-1,6%
Consumer Staples	-1,3%	5,6%
Energy	4,1%	37,3%
Financials	1,0%	10,4%
Health Care	3,6%	6,0%
Industrials	-0,6%	12,2%
Information Technology	6,1%	23,4%
Materials	9,5%	18,1%
Communication Services	-0,1%	-0,6%
Utilities	-3,4%	2,1%

Source : Bloomberg / APICIL AM arrêté au 31/08/2026

Valeur à l'affiche

SAP SE (+21,07 %) : 234 Md€ de capitalisation

SAP est le premier éditeur européen de logiciels d'entreprise, spécialisé dans les solutions ERP, la gestion financière, les ressources humaines et la chaîne d'approvisionnement. Le groupe poursuit sa transformation vers le cloud et l'intelligence artificielle au travers de sa plateforme S/4HANA Cloud.

Le titre a progressé de 21,07 % en août, après une publication trimestrielle rassurante fin juillet. Le chiffre d'affaires cloud du deuxième trimestre a progressé de 24 % en devises constantes, tandis que le Current Cloud Backlog, indicateur avancé de la croissance future, a accéléré de 26 %, dépassant les attentes du marché. Cette dynamique a permis de dissiper une partie des craintes liées à l'impact de l'IA sur les dépenses logicielles des entreprises, le marché considérant désormais davantage l'IA comme un facteur d'accélération de la demande que comme une menace pour le modèle de SAP.

La publication a toutefois également fait ressortir une pression sur les marges, liée notamment à la hausse des dépenses de R&D consacrées à l'IA, et la société a légèrement abaissé sa guidance de résultat opérationnel pour 2026. Malgré ces éléments, les objectifs de croissance du cloud et de génération de cash ont été maintenus. Le principal enjeu pour les prochains mois sera donc de confirmer l'accélération du cloud tout en démontrant que les investissements nécessaires dans l'IA peuvent être absorbés par l'amélioration progressive de la rentabilité.

www.apicil-asset-management.com

Marchés de taux : capitulation ou nouveau taux d'équilibre ?

Après l'accalmie du début de l'été, la volatilité a fait son retour sur les marchés de taux, et la rentrée s'est ouverte sur une nouvelle hausse des taux directeurs, conforme aux anticipations des investisseurs. Le mouvement ne semble pas terminé : le marché intègre encore trois hausses supplémentaires en zone euro d'ici fin 2027, un rythme comparable à celui anticipé pour la Réserve fédérale. Cette trajectoire se reflète pleinement dans les valorisations, le taux allemand à dix ans ayant franchi 3,5 %, son plus haut niveau depuis 2009. Depuis la fin du mois d'août, la question n'est d'ailleurs plus de savoir si les taux vont monter, mais où se situera leur nouveau point d'équilibre.

Notre lecture est différente de celle d'un marché en capitulation : ces niveaux de portage nous semblent extrêmement intéressants, en particulier sur la partie courte de la courbe, qui a très largement sous-performé le reste des maturités. Ce mouvement de bear flattening, les taux courts montant plus vite que les taux longs, a aplati la courbe et restauré de la valeur là où elle avait disparu. Le point d'entrée nous paraît donc adapté pour réinvestir et capter ce qui restera selon nous le seul moteur de performance positif des marchés obligataires : le portage. Les catalyseurs d'une détente rapide des taux sont en effet rares à ce stade, toutes choses égales par ailleurs. Tout l'enjeu consiste à trouver le juste équilibre entre une sensibilité aux taux qui doit rester positive pour bénéficier de ce portage, et la prudence sur les maturités longues, les plus exposées aux épisodes de volatilité. Nous privilégions ainsi le ventre de la courbe, entre un et cinq ans, qui permet d'aller chercher une prime de terme encore positive malgré l'aplatissement des derniers jours. À un horizon de six mois, nous pensons par ailleurs que les surprises se situent davantage à la baisse qu'à la hausse, avec un repricing intégrant moins de resserrlements qu'actuellement, même si rien ne devrait se jouer d'ici la fin de l'année. Cette trajectoire dépendra évidemment de l'inflation des prochains mois et d'effets de second tour qui devraient rester limités.

Et du côté du crédit ? Aucune capitulation n'y est observée : les spreads demeurent extrêmement serrés et n'offrent que peu de potentiel de resserrement supplémentaire. Cette cherté n'est toutefois pas dénuée de fondements. La qualité du gisement s'est nettement améliorée par rapport aux années où le segment comptait davantage d'entreprises en grande difficulté, et les dernières publications, notamment sur les émetteurs BB, se révèlent satisfaisantes. Par ailleurs, les questionnements budgétaires des États européens conduisent les investisseurs à se redéployer hors des obligations souveraines, alimentant depuis plusieurs mois des flux positifs vers le crédit, une tendance qui ne montre pas de signe d'essoufflement. **Pour conclure, nous conservons une sensibilité aux taux positive concentrée sur les maturités courtes à intermédiaires afin de capter un portage redevenu très attractif, et nous maintenons notre exposition au crédit, portée par la qualité des fondamentaux et des flux soutenus, sans toutefois attendre de resserrement supplémentaire des primes.**

Taux allemand à 10 ans (en %)



Sources : Bloomberg, APICIL AM au 11/09/2026

LES ENTREPRISES QUI FONT LA DIFFÉRENCE SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT

SoftBank : Le groupe japonais sonde les investisseurs à New York en vue d'une émission High Yield de 10 à 20 milliards de dollars, incluant possiblement une tranche en euros, destinée à refinancer le prêt relais de 40 milliards lié à OpenAI à échéance mars 2027. Le crédit reste bien orienté, S&P ayant relevé en juillet la perspective de la note BB+ à stable avec une LTV ramenée à 13 %. Nous surveillerons la prime de nouvelle émission, point d'entrée potentiel mais facteur de repricing temporaire des souches existantes.

CMA CGM : L'armateur a publié fin juillet un solide deuxième trimestre : chiffre d'affaires de 15,7 milliards de dollars contre 13,2 milliards un an plus tôt, EBITDA de 3,0 milliards contre 2,3 milliards, volumes en hausse de 6 % et taux de fret soutenus par les perturbations au Moyen-Orient. La demande reste portée par la consommation mondiale, le restockage et l'anticipation des droits de douane, un soutien dont la pérennité reste à confirmer. Le portage des souches demeure attractif au regard de la génération de trésorerie.

Canal+ : Le premier semestre publié fin juillet rassure sur l'intégration de MultiChoice après les doutes du printemps : chiffre d'affaires de 4,3 milliards d'euros en hausse de 40 %, résultat opérationnel ajusté en progression de 68 % et flux de trésorerie disponible de 414 millions. La filiale sud-africaine montre des signes tangibles de redressement, avec des recrutements d'abonnés en hausse de 40 % et un mois de juin record en Afrique du Sud. La génération de trésorerie conforte la trajectoire de désendettement post-acquisition, point clé pour le crédit.

OR



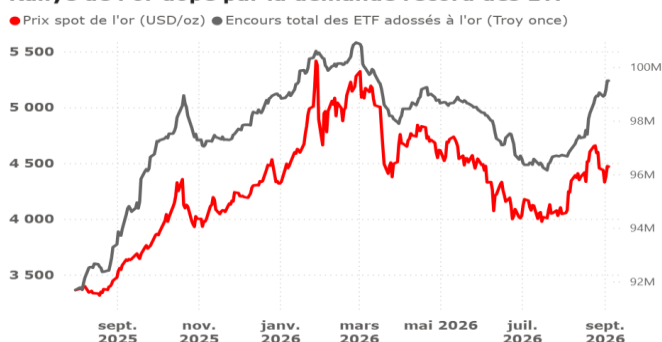
Le repli entamé depuis le pic historique de janvier 2026 s'est interrompu en août. Après un mois de juillet quasiment stable (+0,4 %), l'or a rebondi en août de 9,92 %, son meilleur mois depuis janvier, pour terminer à 17,7 % sous son record de janvier. Plusieurs facteurs expliquent ce rebond, d'abord des données américaines mauvaises début août avec l'emploi de juillet qui est ressorti bien en dessous des attentes, accompagné de révisions à la baisse pour la période mai-juin et d'un CPI confirmant le ralentissement à 3,4 %. Ces chiffres ont sur le moment fait reculer les chances d'une hausse des taux de la Fed en septembre, rendant mécaniquement l'or plus attractif. Ce dynamisme est confirmé par les flux ETF, 637 millions \$ sont entrés en une seule journée, le 7 août, dans l'un des plus grands fonds cotés adossés à de l'or physique.

L'or est également porté par une demande des banques centrales très soutenue avec +23 tonnes achetées en juillet, un quatrième mois consécutif positif après +51 tonnes en juin, menée par la Pologne avec +90 tonnes sur l'année et la Chine avec +60 tonnes, en plus du premier investissement en or de la Banque de Corée depuis 13 ans, le 13 août avec 250 millions \$ sur l'ETF GLD.

Le 19 août, l'annonce par le Trésor américain d'un doublement de ses rachats d'obligations d'État longues, tombée le même jour que la confirmation du franchissement des 40 000 milliards \$ de dette fédérale, crée également un contexte favorable à l'or. Le 28 août, l'or chute de 3 % après que Warsh juge l'inflation encore trop élevée, ce qui relance les anticipations d'une hausse de taux. Le mouvement s'inverse dès la semaine suivante grâce au ton plus conciliant de Waller qui fait regagner +3 % à l'or début septembre.

L'or reste très sensible aux anticipations de taux, et sa direction en septembre dépendra des prochains chiffres d'emploi et d'inflation américains, le marché restant très partagé sur une éventuelle hausse jusqu'à la réunion Fed du 16. **Face à ce contexte qui reste globalement favorable à l'or malgré la volatilité de fin août, nous maintenons notre positionnement positif (+), conservant notre préférence relative pour l'or face au pétrole.**

Rallye de l'or dopé par la demande record des ETF



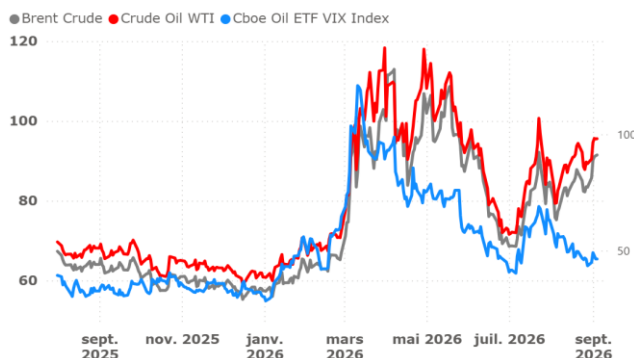
Sources : Apicil AM, Bloomberg au 04/09/2026

RECOMMANDATION OR
(1 MOIS + / 6 MOIS +)

PÉTROLE



Prix du pétrole brut et indice de volatilité énergétique



Sources : Apicil AM, Bloomberg au 04/09/2026

Le pétrole a connu un été agité et repart fortement à la hausse depuis la fin du mois d'août. La cause principale reste le conflit entre l'Iran et les États-Unis, provoquant notamment un sursaut le 23 juillet lorsque le WTI est repassé au-dessus de la barre des 100 \$ en raison d'attaques de rebelles houthis sur des installations pétrolières saoudiennes. Cette envolée a été suivie d'une accalmie toute fin juillet avec la suspension des frappes, les prix reculent et finissent par se stabiliser en août dans une fourchette 80-90 \$. Le WTI a terminé le mois à 90,49 \$, en progression de 8 % sur la période. La volatilité du marché pétrolier est nettement redescendue à cette période mais reste néanmoins au-dessus de son niveau de début juillet.

Une reprise du conflit survient début septembre avec de nouvelles frappes iraniennes dans les eaux territoriales d'Oman. Intervenant après une période d'accalmie, ces attaques ont fait bondir le Brent de 5,4 % depuis le 1er septembre et accroissent le risque de nouvelles tensions à venir. Le trafic dans le détroit reste très bas, seulement 10 navires y ont par exemple transité le 30 août, loin de la moyenne des 30 navires par nuit annoncée par Trump. Cette prime de risque se lit aussi dans le coût du transport. Le fret maritime pétrolier est nettement remonté depuis l'été, signe que les armateurs facturent plus cher pour assurer ces cargaisons dans une zone sous tension.

Du côté de l'offre en revanche, l'OPEP+ a décidé le 2 août d'une nouvelle hausse de production de 188 000 barils/jour dès septembre, un facteur qui pourrait limiter la remontée des prix. La production américaine reste, elle, stable depuis juin.

Malgré une volatilité en recul, le pétrole reste très exposé au risque géopolitique avec les tensions au Moyen-Orient ravivées. **Face à cette tension géopolitique qui n'a jamais vraiment reflué et qui pourrait s'intensifier à tout moment, nous ajustons notre positionnement de 0+ à 0 par prudence, face à un marché toujours sous risque de choc à la hausse.**

RECOMMANDATION PÉTROLE
(1 MOIS = / 6 MOIS =)

EURO / DOLLAR



L'euro a gagné 1,7 % face au dollar sur les mois de juillet et août, inscrivant un plus haut de trois mois au voisinage de 1,17 à la mi-août avant de refluer vers 1,165 en fin de période. Les deux jambes du couple ont joué dans le même sens, un scénario américain qui se dégrade face à une conjoncture européenne qui surprend favorablement.

Le fait marquant de l'été est venu du marché du travail américain, jusqu'ici dernier socle du dollar, dont le rapport de juillet a révélé 23 000 suppressions nettes de postes quand près de 85 000 créations étaient attendues. Prise entre une inflation encore excessive et une activité qui s'effrite, la Fed a laissé ses taux à 3,50-3,75 % au prix d'un comité profondément divisé, et les marchés abordent la réunion de septembre avec une probabilité de hausse proche d'une chance sur deux. Cette paralysie a suffi à faire douter les investisseurs du billet vert malgré des taux courts élevés.

La Zone euro a au contraire déjoué le pessimisme, avec une croissance deux fois supérieure aux attentes au deuxième trimestre, à +0,4 %, des enquêtes d'août au plus haut depuis neuf mois et une inflation stabilisée à 2,9 % qui conforte la pause de la BCE. Le tournant est venu de Jackson Hole en toute fin de période. Kevin Warsh, dont les marchés questionnaient encore l'indépendance vis-à-vis d'une Maison-Blanche favorable aux taux bas, y a placé son premier discours de président sous le signe de la lutte contre l'inflation, maintenant explicitement l'option d'un resserrement supplémentaire. Ce gain de crédibilité a immédiatement profité au dollar sur les dernières séances.

La réunion de la Fed du 16 septembre, abordée avec des probabilités de hausse proches de l'équilibre, constituera le premier test de cette crédibilité retrouvée. Un passage à l'acte prolongerait le rebond du dollar, tandis qu'un statu quo prudent redonnerait de l'air à l'euro. Nous conservons un positionnement neutre.

RECOMMANDATION DOLLAR
(1 MOIS = / 6 MOIS -)

EURO / LIVRE STERLING



L'euro s'est effrité de 0,3 % face à la livre sterling au cours des deux derniers mois, la parité terminant vers 0,857. Cette quasi-stabilité, conforme au scénario que nous défendions au sortir du printemps, ne doit pas masquer un été politiquement dense outre-Manche.

Andy Burnham a pris la direction du Parti travailliste le 17 juillet, puis les clés de Downing Street trois jours plus tard. Ses premiers propos, laissant entendre une lecture plus souple des règles budgétaires, ont aussitôt été sanctionnés sur la partie longue de la courbe, le 30 ans britannique montant à 5,75 % et le 10 ans repassant la barre des 5 %, la livre cédant du terrain dans le même mouvement. Le choix de John Healey pour le Trésor, figure jugée gage de continuité, a suffi à éteindre cette première alerte. L'épisode aura surtout rappelé au nouveau gouvernement l'étroitesse du chemin, les créanciers du Royaume-Uni entendant garder la main sur le tempo budgétaire.

La Banque d'Angleterre n'a pas modifié son taux directeur, maintenu à 3,75 % sur toute la période, et l'écart de rémunération avec la zone euro, où le taux de dépôt reste à 2,25 %, continue de faire office d'amortisseur pour la livre. La devise britannique a d'ailleurs elle aussi profité de la faiblesse du dollar, contre lequel elle s'est hissée à des sommets de trois mois.

Nous continuons de voir une parité sans grande direction à court terme, les trajectoires monétaires des deux rives de la Manche étant désormais bien lisibles. Le rendez-vous qui compte est budgétaire, le premier budget du gouvernement Burnham dira à l'automne si la discipline promise résiste aux engagements politiques. Un dérapage rouvrirait la pression sur les gilts et ferait remonter l'EUR/GBP.

RECOMMANDATION LIVRE STERLING
(1 MOIS = / 6 MOIS =)

EURO / YEN



La parité EUR/JPY termine l'été inchangée, une stabilité qui ne reflète en rien la violence des mouvements qui ont secoué la devise japonaise durant la période.

Poussé à son plus bas niveau depuis une quarantaine d'années face au dollar, le yen a fini par déclencher la riposte. Positions vendeuses record, termes de l'échange minés par la facture pétrolière, portage toujours défavorable, les interventions solitaires de Tokyo ne suffisaient plus, et le Japon a obtenu fin juillet ce qui lui manquait depuis des mois, le renfort de Washington. L'opération conjointe des 30 et 31 juillet, une première depuis 2011, et même depuis 1998 s'agissant de soutenir le yen, aurait mobilisé jusqu'à 85 milliards de dollars en deux séances. Le mode opératoire dit l'ampleur de l'engagement américain, le Trésor puisant dans ses réserves en euros pour acheter du yen et ouvrant à Tokyo ses financements en dollars, de quoi intervenir demain sans toucher à son stock de bons du Trésor.

L'électrochoc a stoppé la chute, il ne l'a pas inversée. Redressé d'environ 5 % dans un premier temps, le yen en avait rendu la moitié quelques semaines plus tard, l'écart de taux avec les États-Unis continuant d'alimenter les ventes. La leçon nous paraît claire. Les réserves du ministère des Finances peuvent acheter du temps, seule la banque centrale peut acheter la tendance, et le marché attend désormais d'elle un nouveau geste dès septembre.

Nous restons constructifs sur le yen à moyen terme. L'engagement désormais public de Washington renchérit le coût des paris contre la devise, et une hausse de taux de la BoJ en septembre apporterait aux interventions le relais fondamental qui leur a manqué en juillet et août. Dans l'intervalle, tant que l'écart de taux avec les États-Unis restera aussi large, le yen demeurera vulnérable et la volatilité élevée.

RECOMMANDATION YEN
(1 MOIS + / 6 MOIS +)

Malgré des fondamentaux qui tiennent, nous abordons la rentrée avec une légère prudence, tant les sujets de risque susceptibles de tenir les investisseurs en haleine sont nombreux.

Sur les actions, les records atteints par les principaux indices laissent peu de place à la déception et rendent le profil de risque asymétrique à court terme. Nous revenons donc à la neutralité, plusieurs dossiers à haut risque revenant sur le devant de la scène, et anticipons une consolidation latérale des cours dans les prochaines semaines avant une reprise haussière en fin d'année. Nous restons constructifs à cet horizon, avec une légère préférence pour les États-Unis.

Le crédit a traversé l'été sereinement et devrait continuer d'en profiter. Les obligations d'entreprises bénéficient de flux nourris par la défiance des investisseurs à l'égard des souverains, et si les spreads sont resserrés, ils nous paraissent

justifiés par des facteurs structurels (composition des indices, qualité des émetteurs, restructurations le cas échéant). Le portage reste attractif en relatif.

Sur les dettes souveraines, nous repassons de sous-pondéré à neutre. Après les secousses observées sur l'ensemble des courbes depuis le début de l'année, la remontée des taux offre des niveaux de portage attractifs.

Notre préférence va aux parties courtes et intermédiaires, d'autant que les anticipations de hausse des taux directeurs nous semblent excessives, ce qui justifie d'y être présents. Nous restons en revanche prudents sur les parties longues (charge de la dette, concurrence des besoins de financement liés à l'IA, déficits persistants).

ALLOCATION PATRIMONIALE (MAX 30% ACTIONS / MAX 40% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		5%	=	5%	=
Monétaires	Fonds monétaires		9%	↑	9%	↑
Immobilier	Immobilier non coté		20%	=	20%	=
Obligations	Obligations d'Etat		5%	↓	40%	↓
	Obligations d'entreprises Investment Grade		29%	=		
	Obligations High Yield		5%	=		
	Obligations émergentes		1%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	23%	↓
		Europe	3%	↓		
		Grande-Bretagne	3%	↓		
		Etats-Unis	11%	=		
		Japon	2%	=		
		Actions émergentes	0%	=		
	Thématiques	Technologiques	4%	=		
		Santé	0%	=		
Matières premières	Indice global	Small caps	0%	=	3%	=
		Diversifiés	3%	=		

ALLOCATION ÉQUILIBRE (MAX 60% ACTIONS / MAX 30% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		1%	=	1%	=
Monétaires	Fonds monétaires		10%	↑	10%	↑
Immobilier	Immobilier non coté		15%	=	15%	=
Obligations	Obligations d'Etat		1%	↓	30%	↓
	Obligations d'entreprises Investment Grade		24%	=		
	Obligations High Yield		3%	=		
	Obligations émergentes		2%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	39%	↓
		Europe	6%	↓		
		Grande-Bretagne	5%	↓		
		Etats-Unis	19%	=		
		Japon	2%	=		
		Actions émergentes	1%	=		
	Thématiques	Technologiques	6%	=		
		Santé	0%	=		
		Small caps	0%	=		
Matières premières	Indice global	Diversifiés	5%	=	5%	=

ALLOCATION DYNAMIQUE (MAX 100% ACTIONS / MAX 20% Fonds €)

Classe d'actifs	Sous-classe d'actifs		Poids	Variation / mois	Poids classe d'actifs	Variation / mois
Fonds €	Fonds €		1%	=	1%	=
Monétaires	Fonds monétaires		11%	↑	11%	↑
Immobilier	Immobilier non coté		10%	=	10%	=
Obligations	Obligations d'Etat		0%	↓	19%	↓
	Obligations d'entreprises Investment Grade		17%	=		
	Obligations High Yield		2%	=		
	Obligations émergentes		0%	=		
Actions	Géographiques	France	0%	=	52%	↓
		Europe	7%	↓		
		Grande-Bretagne	6%	↓		
		Etats-Unis	26%	=		
		Japon	2%	=		
		Actions émergentes	2%	=		
	Thématiques	Technologiques	8%	=		
		Santé	0%	=		
		Small caps	1%	=		
Matières premières	Indice global	Diversifiés	7%	=	7%	=

Document achevé de rédiger le 14 septembre 2026. Sources : Apicil AM, Bloomberg. Performances dividendes réinvestis arrêtées au 31 août 2026.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel et ne constituant pas une communication à caractère promotionnel. Le présent document contient des éléments d'information, des opinions et des données chiffrées qu'Apicil AM considère comme exactes ou fondées au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier du moment. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée au sens de l'article D.321-15° du Code monétaire et financier.