

Focus stratégie d'investissement

Le retour en force des actifs tangibles

Résumé

- 1. Les États-Unis et Israël ont mené conjointement des frappes militaires contre l'Iran au cours du week-end.** À ce stade, les réactions de marché restent limitées. Nous relevons notre recommandation sur le pétrole à Neutre, contre Négatif auparavant, avec un objectif court terme de 80 dollars le baril pour le Brent. En revanche, nous maintenons notre objectif à moyen terme (12 mois) entre 60 et 70 dollars, compte tenu de la surcapacité structurelle persistante sur le marché.
- 2. La Cour suprême invalide les droits de douane américains :** comme anticipé, les tarifs douaniers imposés par décret exécutif sous l'administration Trump ont été jugés illégaux. En réponse, Donald Trump s'appuie désormais sur d'autres leviers législatifs, notamment les sections 122 et 232, afin de rétablir des droits de douane à l'échelle globale et sectorielle. Un nouveau tarif général de 10 % a déjà été mis en place, avec un potentiel relèvement à 15 %.
- 3. Blue Owl ravive les tensions sur le crédit privé américain :** le gestionnaire de crédit privé Blue Owl a décidé de suspendre les rachats sur son fonds ODBC II, tout en engageant des cessions d'actifs afin de restituer des liquidités aux investisseurs. Cette décision ravive les inquiétudes autour du prêt direct (direct lending) aux États-Unis, dans un contexte où l'exposition du crédit privé au secteur des logiciels pourrait atteindre près de 20 %. À ce stade, les répercussions sur les autres segments de marché demeurent limitées, mais le risque de contagion fait l'objet d'une surveillance accrue.
- 4. L'effet HALO (Heavy Assets, Low Obsolescence) :** la dynamique dominante est désormais celle d'une rotation des actifs numériques vers les actifs physiques. Les investisseurs privilégient des entreprises et des secteurs dont l'obsolescence technologique est faible et dont l'exposition aux disruptions liées à l'intelligence artificielle est limitée, voire inexistante. Nous restons Positifs sur les secteurs miniers ainsi que sur le bâtiment et la construction.
- 5. Une baisse de taux de la Fed attendue en septembre :** l'inflation sous-jacente américaine demeure nettement supérieure à l'objectif de 2 %, tandis que les tendances de l'emploi non agricole se révèlent plus solides qu'anticipé ces derniers mois. L'optimisme croissant sur la croissance américaine et l'amélioration de la confiance des dirigeants suggèrent une normalisation monétaire très graduelle. Nous anticipons une seule baisse de taux supplémentaire cette année, conduisant à un taux terminal de 3,5 %.

Sommaire

Perspectives macro et de marché	2
Thème du mois	3
Frappes militaires contre l'Iran - Les premières analyses	4
Les droits de douane de Trump invalidés par la Cour suprême	6
Les marchés financiers ne reflètent pas l'instabilité géopolitique	7
Quelles conséquences à long terme pour l'allocation d'actifs ?	8
Le crédit privé américain sous pression à nouveau	9
Nos principales recommandations	10
Économie, tableaux FX, Team	11
Avertissement	12

MINES MONDIALES : +22 % DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE, +101 % SUR 2025-2026.

Indices rebased, EUR



Source : BNP Paribas, Bloomberg

Edmund Shing, PhD

Global CIO

BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Perspectives macro et de marché

	Macro		- Le marché du travail américain continue de faire preuve d'une résilience supérieure aux attentes, tandis que l'inflation demeure durablement élevée. La décision de la Cour suprême sur les droits de douane devrait se traduire par une baisse du taux effectif moyen des tarifs. En revanche, les mesures budgétaires envisagées dans le cadre des élections de mi-mandat aux États-Unis pourraient raviver le risque de surchauffe économique. - La reprise économique en Allemagne gagne en dynamisme et s'étend progressivement à l'ensemble de l'Europe. - La résurgence des tensions géopolitiques autour de l'Iran a ravivé les inquiétudes concernant les prix de l'énergie. Si la hausse des coûts énergétiques devrait peser moins fortement sur la croissance américaine que sur celle des autres économies (en particulier la zone euro), les perturbations de l'offre pétrolière devraient rester temporaires.
	Obligations	=	- Opinion Positive sur les Gilts britanniques, avec un objectif de rendement à 12 mois de 4,3 %. - Opinion Neutre sur les dettes souveraines de la zone euro et sur les Treasuries américains, avec une préférence pour les maturités courtes (2 à 5 ans). - Nous révisons notre scénario de politique monétaire aux États-Unis et n'anticipons désormais qu'une seule baisse de taux de 25 pb en septembre, portant le taux terminal de la Fed à 3,50%. De son côté, la BCE devrait maintenir son taux de dépôt à 2 % jusqu'à fin 2026. - À horizon 12 mois, nous anticipons un rendement du Treasury américain à 2 ans à 3,6 %, et celui du 10 ans à 4,25 %. - Notre objectif à 12 mois pour le Bund allemand à 10 ans est fixé à 2,75 %.
	Crédit	+	Nous privilégions les obligations d'entreprises Investment Grade en euros et en livres sterling (opinion Positive) par rapport aux IG libellées en dollars (opinion Neutre), compte tenu des dynamiques d'offre et du niveau des spreads. L'accent reste mis sur la qualité du crédit.
	Actions	+	- Opinion Positive sur les actions : l'environnement global demeure favorable, porté par une croissance mondiale solide et des conditions financières toujours accommodantes. - Préférence géographique pour le Royaume-Uni, le Japon, la Chine, l'Inde, le Brésil et le Mexique. - Opinion Neutre sur la zone euro et les États-Unis. - Opinion sectorielle Positive sur la santé, les valeurs industrielles et le secteur minier. - En Europe, opinion Positive sur les banques et les services aux collectivités (utilities). - Opinion Neutre sur la consommation discrétionnaire et la technologie aux États-Unis.
	Immobilier	=	- Les fonds immobiliers non cotés européens suivis par INREV continuent d'enregistrer une progression régulière de leurs valeurs nettes d'inventaire, offrant en moyenne un rendement de 4,4 % aux investisseurs en 2025. - Une préférence est accordée aux segments industriel et logistique, qui combinent des rendements attractifs et un potentiel de croissance des loyers plus élevé, soutenu par une demande structurelle robuste. - L'immobilier commercial bénéficie par ailleurs d'un environnement de taux plus favorable, la baisse modérée des taux d'intérêt à court et long terme apportant un soutien croissant aux valorisations.
	Matières premières	+/- /=	- Métaux précieux : nous maintenons une opinion Positive sur les métaux précieux et relevons notre objectif de prix de l'or à 5 500 USD l'once (contre 5 000 USD précédemment). Concernant l'argent, notre opinion reste Neutre, avec un objectif porté à 90 USD l'once (contre 80 USD). - Opinion Positive sur les métaux industriels stratégiques, notamment le cuivre, l'aluminium et l'étain, soutenus par des fondamentaux structurels favorables. - Sur le pétrole, nous adoptons tactiquement une opinion Neutre, avec un objectif court terme de 80 USD, dans un contexte de tensions militaires perturbant temporairement l'approvisionnement via le détroit d'Ormuz. Nous conservons toutefois notre fourchette d'objectif à 12 mois entre 60 et 70 USD, estimant que les prix devraient se replier une fois le conflit passé, compte tenu d'une surproduction persistante.
	UCITS alternatifs / Actifs privés		- Opinion Positive sur les stratégies Macro et Long/Short Equity. Nous privilégions également les stratégies Event Driven, en particulier l'arbitrage de fusions-acquisitions (M&A). - Opinion Positive sur les infrastructures, portées par une croissance structurelle à moyen terme, soutenue à la fois par les dépenses publiques et par la demande croissante des économies émergentes.
	Devises		- Les tensions géopolitiques, la décision de la Cour suprême invalidant certains droits de douane, ainsi que le retour des flux de capitaux des États-Unis vers l'Europe, le Moyen-Orient et l'Asie pourraient contribuer à un affaiblissement du dollar américain. - À horizon 12 mois, notre objectif sur l'EUR/USD est fixé à 1,24 (valeur d'un euro), tandis que notre cible sur l'USD/JPY s'établit à 155 (valeur d'un dollar). - Nous révisons également nos objectifs USD/CNY à 3 et 12 mois à 6,80 (valeur d'un dollar).



Thème du mois : rotation vers le HALO – actifs tangibles à faible obsolescence

Les craintes de disruption liée à l'IA accentuent la dispersion boursière

Les marchés d'actions sont aujourd'hui dominés par une rotation marquée des actifs numériques vers les actifs physiques. À mesure que les investisseurs s'interrogent sur les entreprises et secteurs les plus exposés aux risques de disruption liés à l'intelligence artificielle, ils réorientent leurs allocations vers des activités dont la vulnérabilité à l'IA apparaît limitée, voire inexistante.

Cette dynamique s'est traduite par de fortes corrections dans certains segments technologiques. Les secteurs des logiciels, et dans une moindre mesure de la logistique, ont été particulièrement affectés après le lancement de Claude Code, l'agent de développement logiciel d'Anthropic. En permettant une création beaucoup plus rapide d'applications sur mesure (y compris potentiellement par des non-programmeurs) cette technologie remet en question la pérennité des revenus récurrents des acteurs du Software as a Service (SaaS). Plus récemment, les valeurs de la cybersécurité ont également été pénalisées, à la suite du lancement de Claude Code Security, destiné à identifier les failles de sécurité dès la phase de développement des logiciels.

Depuis novembre 2025, le secteur américain des logiciels accuse ainsi un repli de 30 %, tandis que Microsoft a perdu 23 % sur la période. Plus largement, la rotation sectorielle s'est accélérée au détriment des anciens leaders technologiques américains, au profit de secteurs à forte intensité capitalistique tels que les métaux et mines ou l'énergie. Depuis novembre, le secteur technologique américain a reculé de 8 %, tandis que le secteur mondial de l'énergie a progressé de 23 % en dollars, et que les valeurs minières mondiales affichent une hausse de 44 %.

Le secteur européen du bâtiment et de la construction confirme son leadership

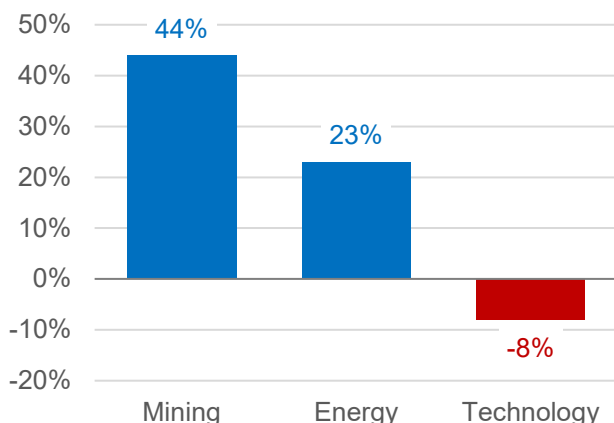
Dans le sillage de la rotation HALO, les valeurs européennes du bâtiment et de la construction poursuivent leur progression et atteignent de nouveaux plus hauts historiques. Cette dynamique repose à la fois sur la reprise des prix de l'immobilier résidentiel en Europe et sur une exposition croissante aux plans de dépenses en défense et en infrastructures, notamment en Allemagne. Une tendance comparable s'observe aux États-Unis dans le secteur des matériaux, qui bénéficie non seulement de la vigueur des métaux et mines, mais aussi de celle des matériaux de construction.

Au sein des financières, la thématique HALO favorise clairement les banques, appelées à tirer parti des gains de productivité liés à l'intelligence artificielle pour réduire leurs coûts. À l'inverse, le secteur de l'assurance apparaît de plus en plus exposé aux risques de disruption. La montée en puissance d'agents d'IA capables de comparer automatiquement garanties et tarifs renforce la transparence sur les marchés de l'assurance dommages et exerce une pression croissante sur les marges des assureurs.

À plus long terme, certains facteurs devraient toutefois continuer de jouer un rôle protecteur. La détention de bases de données propriétaires ou d'expertises spécifiques demeure un avantage compétitif clé pour les entreprises fondées sur la connaissance. Dans ce contexte, certaines valeurs actuellement pénalisées par les craintes liées à l'IA pourraient offrir des opportunités d'investissement attractives à long terme, leurs douves économiques semblant plus résilientes à la disruption technologique que ne le suggèrent les valorisations actuelles.

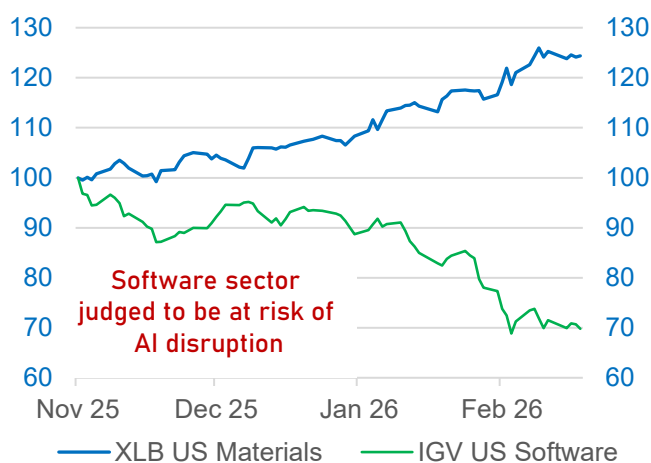
ROTATION MARQUÉE VERS LES SECTEURS DES RESSOURCES DEPUIS NOVEMBRE 2025

Return Nov 25 - Feb 26 %



Source : Bloomberg, BNP Paribas

2026 A ÉTÉ BRUTAL POUR LE SECTEUR DES LOGICIELS



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Frappes militaires contre l'Iran – Les premières analyses

Frappes militaires États-Unis / Israël contre l'Iran et représailles

Les États-Unis et Israël ont mené conjointement des frappes militaires contre l'Iran. Les opérations ont ciblé les plus hauts responsables politiques, les capacités balistiques ainsi que des infrastructures navales. La riposte iranienne s'est révélée à la fois plus rapide et plus étendue que lors des frappes de l'an dernier. Alors qu'une grande partie de la direction iranienne semble avoir été éliminée, de nombreuses incertitudes subsistent quant à la future gouvernance du pays et aux priorités du pouvoir en place. Les modalités (voire la possibilité) d'un changement de régime, ainsi que ses implications, demeurent également très incertaines.

Dans ce contexte, les prix du pétrole ont fortement progressé, atteignant brièvement 85 USD le baril. La correction des marchés d'actions reste pour l'instant limitée. Les actifs refuges (notamment l'or, les obligations d'État et le franc suisse) ont été recherchés, tandis que le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est resté proche des 4 %.

Impact sur les prix du pétrole et l'économie

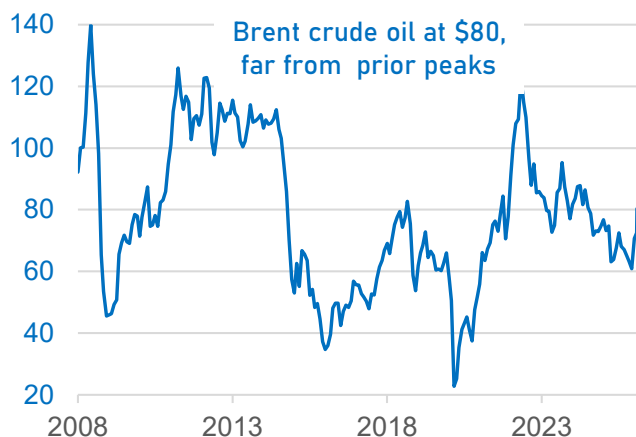
Dans cette phase d'escalade, nous anticipons une pression haussière significative sur les prix du pétrole et du gaz, en raison de l'augmentation des risques géopolitiques. Lorsque l'Iran est directement impliqué, le risque de représailles inclut notamment un possible blocage de l'accès au golfe Persique via le détroit d'Ormuz, par lequel transitent plus de 20 % de l'offre mondiale de pétrole et de GNL. À ce stade, l'Iran ne bloque pas officiellement le détroit, mais celui-ci est de facto temporairement fermé : les pétroliers (ou leurs assureurs) hésitent à s'y engager en raison des risques élevés.

Dans notre scénario central, nous privilégions une action militaire de courte durée (quelques jours à quelques semaines), une résolution rapide sans changement de régime et l'absence de perturbation énergétique prolongée. Dans ce cadre, les opérations militaires et l'incertitude politique resteraient élevées à court terme, mais les routes maritimes et les exportations d'énergie demeureraient globalement opérationnelles. Les tensions s'apaiseraient progressivement, entraînant une réduction de la prime de risque, avec un retour des prix du pétrole dans leur récente fourchette de 60 à 70 dollars le baril. Les marchés d'actions rebondiraient rapidement.

Scénario alternatif 2 - Conflit militaire prolongé ou en escalade, accompagné de perturbations régulières sur le plan énergétique et logistique (scénario négatif). Dans cette hypothèse, les prix du pétrole pourraient poursuivre leur hausse, potentiellement au-delà de 100 dollars le baril, alimentant une remontée de l'inflation, un risque accru de récession économique et une correction significative des marchés d'actions.

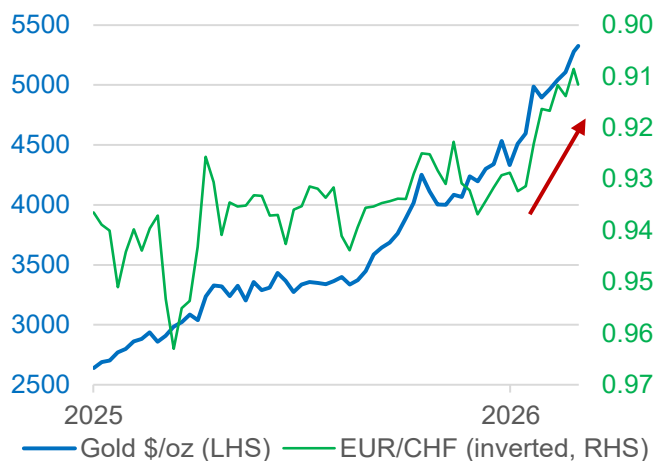
Scénario alternatif 3 - changement de régime en Iran, coopération avec l'Occident, signature d'un accord sur le nucléaire et levée des sanctions à l'exportation (scénario constructif). Nous attribuons une probabilité faible à ce troisième scénario.

LES PRIX DU PÉTROLE ONT REBONDI DE PRÈS DE 20 USD PAR RAPPORT À LEURS POINTS BAS DE FIN 2025.



Source: Bloomberg, BNP Paribas

ACTIFS REFUGE (OR, FRANC SUISSE) EN DEMANDE



Source: Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Epic Fury : un impact limité à ce stade

L'ampleur de l'opération «Epic Fury», tout comme la réponse iranienne, dépasse ce que les marchés avaient anticipé jusqu'à présent. Le risque d'une période prolongée de prix du pétrole élevés s'est renforcé, avec un baril susceptible de dépasser 100 dollars dans le scénario le plus défavorable. Tant que ce risque ne se matérialise pas, nous n'anticipons toutefois pas d'impact négatif durable sur l'économie ni sur les bénéfices des entreprises.

Historiquement, ce type d'épisodes a, dans la plupart des cas, échoué à enrayer la dynamique économique, se traduisant uniquement par des corrections temporaires des marchés. En analysant l'ensemble des principaux événements géopolitiques liés au pétrole et au Moyen-Orient depuis 1990, nous constatons que le S&P 500 a enregistré en moyenne une baisse limitée à 5 %, et qu'il a fallu moins de 41 jours pour effacer ces pertes (voir Tableau 1).

À ce stade, nous estimons que cet épisode ne fera pas exception et considérons toute faiblesse prolongée des marchés comme une opportunité d'achat à long terme. En revanche, si les prix du pétrole brut devaient évoluer durablement à des niveaux nettement plus élevés, au point de freiner la croissance économique mondiale, nous serions amenés à réévaluer notre position positive sur les actions. Dans cette optique, nous suivrons de très près l'évolution de la situation dans le détroit d'Ormuz, car c'est l'évolution des prix du pétrole qui déterminera le comportement des marchés d'actions au cours des prochaines semaines.

Secteurs actions – impacts à court et à long terme

Nous observons un schéma classique dans le contexte actuel : les valeurs de l'énergie et les secteurs défensifs bénéficient de la situation et évoluent à la hausse. À l'inverse, les valeurs liées à la consommation — en particulier les secteurs discrétionnaires comme le voyage et les loisirs — subissent logiquement des pressions vendeuses, tout comme les entreprises fortement consommatrices d'énergie et les réseaux logistiques.

Il est encore trop tôt pour déterminer si l'impact sur ces secteurs sera durable. Celui-ci dépendra largement de l'ampleur et de la durée du choc actuel sur les prix du pétrole. Dans un scénario défavorable, nos couvertures privilégiées restent les valeurs de la défense et les sociétés de services pétroliers.

Les premières bénéficient de tendances structurelles favorables, renforcées par la situation actuelle, qui devrait encourager une hausse des dépenses militaires, indépendamment de l'issue de l'opération américaine et israélienne en Iran. Le segment des services pétroliers pourrait quant à lui tirer parti d'éventuels dommages aux infrastructures énergétiques, susceptibles de peser sur les majors pétrolières. Par ailleurs, l'augmentation des investissements visant à réduire la dépendance au point de passage stratégique du détroit d'Ormuz devrait offrir un soutien plus durable à ce secteur.

TABLEAU 1 : L'HISTOIRE SUGGÈRE QUE L'IMPACT DES CRISES GÉOPOLITIQUES SUR LE MARCHÉ BOURSIER EST LIMITÉ

Events	Date	S&P 500			
		Move at T	max Drawdown (MDD)	Days until MDD	Days until recovery
US attacks on Iran	28.02.2026	?	?	?	?
US attack on Iranian Nuclear sites	22.06.2025	0,96%	0,00%	1	1
Russian Invasion in Ukraine	24.02.2022	1,55%	-2,53%	1	1
Iranian General Killed In Airstrike	03.01.2020	-0,70%	-1,34%	1	5
Saudi Aramco Drone Strike	14.09.2019	-0,30%	-4,00%	19	41
North Korea Missile Crisis	28.07.2017	-0,10%	-1,50%	14	36
Bombing of Syria	07.04.2017	-0,10%	-1,20%	7	18
Boston Marathon Bombing	15.04.2013	-2,30%	-3,00%	4	15
London Subway Bombing	05.07.2005	0,90%	0,00%	1	4
Madrid Bombing	11.03.2004	-1,50%	-2,90%	14	20
U.S. Terrorist Attacks	11.09.2001	-4,90%	-11,60%	11	31
Iraq's Invasion of Kuwait	02.08.1990	-1,10%	-16,90%	71	189
Reagan Shooting	30.03.1981	-0,30%	-0,30%	1	2
Yom Kippur War	06.10.1973	0,30%	-0,60%	5	6
Munich Olympics	05.09.1972	-0,30%	-4,30%	42	57
Tet Offensive	30.01.1968	-0,50%	-6,00%	36	65
Six-Day War	05.06.1967	-1,50%	-1,50%	1	2
Gulf of Tonkin Incident	02.08.1964	-0,20%	-2,20%	25	41
Kennedy Assassination	22.11.1963	-2,80%	-2,80%	1	1
Cuban Missile Crisis	16.10.1962	-0,30%	-6,60%	8	18
Suez Crisis	29.10.1956	0,30%	-1,50%	3	4
Hungarian Uprising	23.10.1956	-0,20%	-0,80%	3	4
N. Korean Invades S. Korea	25.06.1950	-5,40%	-12,90%	23	82
Pearl Harbor Attack	07.12.1941	-3,80%	-19,80%	143	307
Average		-0,97%	-4,53%	18,91	41,30
Average (Oil / Middle East related events since 1990) *		-0,66%	-5,37%	15,86	40,86

Source: BNP Paribas, Bloomberg

Les droits de douane de Trump invalidés par la Cour suprême

Guy Ertz, PhD

Décision de la Cour suprême et perspectives sur les droits de douane

La Cour suprême américaine a mis fin aux droits de douane dits « réciproques » décidés par l'administration Trump, jugeant, à une majorité de 6 contre 3, que l'IEEPA ne pouvait servir de fondement juridique à une taxation des échanges commerciaux. Les juges n'ont toutefois pas statué sur la question des remboursements, laissant aux tribunaux inférieurs le soin d'en préciser les modalités. Cette décision fragilise par ailleurs plusieurs accords commerciaux négociés précédemment par Washington.

Dès le week-end des 21-22 février, Donald Trump avait pris les devants en annonçant un nouveau cadre tarifaire. Celui-ci repose sur la Section 122, avec une hausse immédiate de 10 % des droits de douane à l'échelle globale. Ce mécanisme aboutit à un taux tarifaire effectif légèrement inférieur à celui observé sous l'IEEPA, mais il reste évolutif : la loi autorise en effet des relèvements jusqu'à 15 % sur une période maximale de 150 jours. Plusieurs secteurs stratégiques sont toutefois exclus de ce dispositif, dont l'énergie, les produits pharmaceutiques, l'électronique et l'automobile, ainsi que les échanges avec le Canada et le Mexique respectant l'accord USMCA.

Quelles conséquences économiques ? Un remplacement partiel des anciens droits de douane, ou une configuration plus favorable aux consommateurs, plaiderait pour une inflation plus contenue et une croissance légèrement renforcée. C'est aujourd'hui le scénario privilégié. En revanche, un rétablissement intégral des barrières commerciales aurait un impact limité sur l'inflation, mais pèserait temporairement sur la dynamique de croissance.

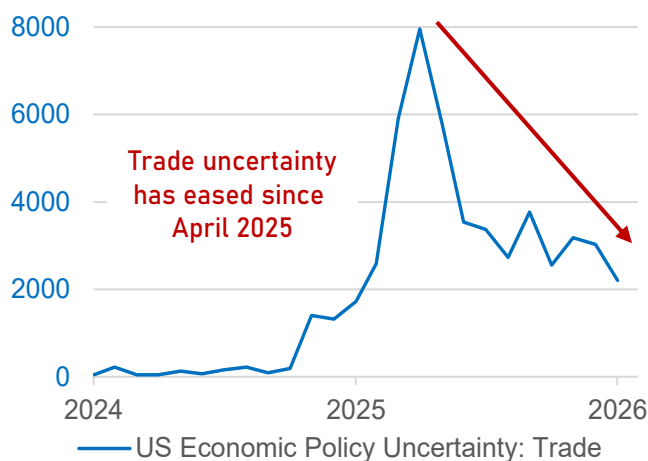
Des risques accrus pour les marchés obligataires américains

Les rendements des Treasuries pourraient être soumis à de nouvelles pressions haussières. La combinaison d'un stimulus budgétaire toujours massif, de remboursements de droits de douane estimés à près de 130 milliards de dollars, et d'un environnement tarifaire potentiellement plus accommodant détériore sensiblement les perspectives budgétaires des États-Unis. Les droits de douane fondés sur l'IEEPA représentaient environ 0,6 % du PIB par an ; leur suppression accentue la vulnérabilité d'un cadre fiscal déjà contraint.

Dans ce contexte, un rendement du 10 ans américain autour de 4 % semble difficilement soutenable. Avec une croissance potentielle évaluée à 1,8 %, un objectif d'inflation de 2 % et une prime de terme estimée à 0,25 %, notre scénario central reste celui d'un rendement à 4,25 % à horizon 12 mois. Le risque d'une remontée supplémentaire de la prime obligataire demeure élevé et, même dans ce scénario, le potentiel de hausse des rendements reste important. Nous continuons donc de privilégier une sous-exposition aux obligations américaines de longue maturité.

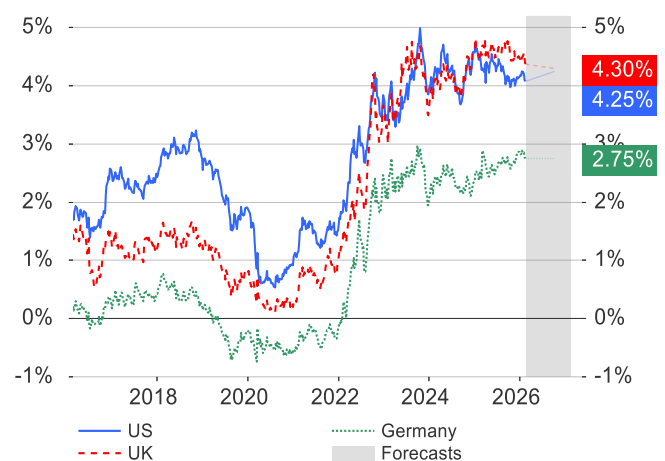
Par ailleurs, la baisse des droits de douane réduit l'attractivité relative des États-Unis pour les investisseurs internationaux, ce qui devrait peser sur le dollar. À l'échelle mondiale, un environnement commercial plus ouvert soutient en revanche la croissance. Les dernières données américaines (emploi plus robuste qu'anticipé et inflation sous-jacente toujours élevée) nous amènent à revoir notre scénario monétaire : une seule baisse de taux de la Fed est désormais attendue en septembre, tandis que la BCE devrait maintenir le statu quo.

L'INCERTITUDE COMMERCIALE AMÉRICAINE A FORTEMENT DIMINUÉ DEPUIS AVRIL 2025



Source: Bloomberg, Baker, Bloom & Davis

PERSPECTIVES DE RENDEMENT OBLIGATAIRE



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Les marchés financiers ne reflètent pas l'instabilité géopolitique

Où le risque géopolitique est-il intégré dans les marchés ?

Les records boursiers mondiaux et des spreads de crédit particulièrement serrés pourraient laisser penser que l'environnement économique est stabilisé. Cette lecture apparaît trompeuse. En toile de fond, les équilibres politiques mondiaux se transforment en profondeur, les finances publiques sont mises à rude épreuve par des niveaux d'endettement sans précédent, et l'économie mondiale cherche encore ses repères dans un ordre international multipolaire en construction.

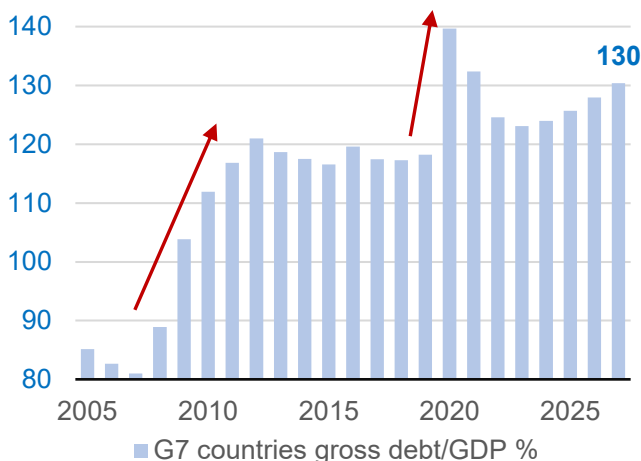
Démondialisation, ruptures et dérives populistes

Les investisseurs doivent désormais composer avec plusieurs dynamiques de rupture.

- 1. Du monde unipolaire à un monde multipolaire.** L'administration Trump a engagé un retrait progressif de l'implication américaine en Europe et en Asie, marquant un retour à une logique proche de la doctrine Monroe du XIX^e siècle. Dans ce nouvel équilibre, l'instabilité géopolitique pourrait s'accroître, tandis que des puissances intermédiaires, telles que l'Inde, la Turquie, le Royaume-Uni, l'Australie ou le Canada, seraient amenées à jouer un rôle accru dans des domaines clés comme la défense, l'accès aux ressources et le commerce international.
- 2. Montée du nationalisme et rejet de l'immigration.** Ce phénomène est visible au Royaume-Uni (Brexit), aux États-Unis et au Japon. Il constitue l'un des moteurs de la progression des dirigeants populistes et de l'augmentation du poids électoral des partis d'extrême droite à travers l'Europe. La limitation des flux migratoires a également des effets économiques indirects, en freinant la croissance de la population active et en alimentant le risque de pressions salariales accrues.

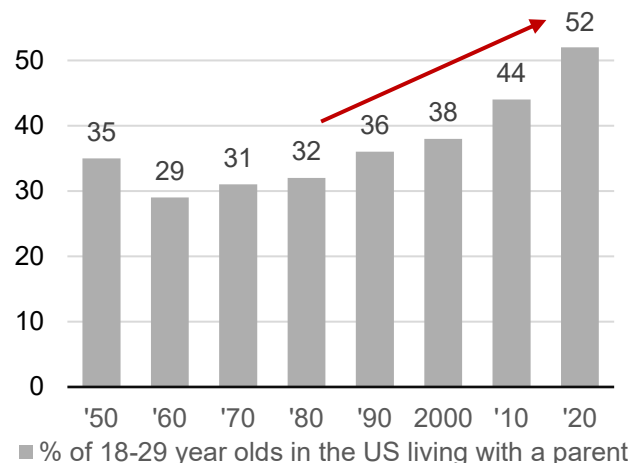
- 3. Démondialisation et contrôle des ressources naturelles.** En termes réels, les volumes du commerce mondial ont atteint un point haut en 2008 avant d'entrer dans une phase de repli. L'année 2022 a marqué un tournant, à cause de la flambée des prix des matières premières liée à la guerre en Ukraine et de la montée des tensions géopolitiques. Une seconde rupture est intervenue entre janvier et avril 2025, avec l'introduction de fortes hausses des droits de douane américains à l'importation. La raréfaction des ressources naturelles devient de plus en plus visible, tandis que des barrières commerciales plus élevées sont susceptibles d'augmenter le niveau structurel de l'inflation.
- 4. Des niveaux records d'endettement public.** À la suite de la crise financière mondiale puis de la pandémie de Covid-19 et des dépenses exceptionnelles associées, les ratios moyens de dette publique rapportée au PIB dans les pays du G7 ont bondi pour atteindre environ 125 % en 2025, et devraient progresser encore pour atteindre 130 % cette année. Dans ce contexte, la dominance budgétaire (situation dans laquelle les banques centrales sont contraintes de coopérer étroitement avec les gouvernements afin de garantir le refinancement de la dette publique à des conditions soutenables) tend à prendre le pas sur l'objectif de stabilité des prix.
- 5. Crise de l'emploi des jeunes et du logement.** La génération Z (née entre 1997 et 2012) devrait connaître un niveau de vie inférieur à celui des générations précédentes, en raison de la faible accessibilité du logement, de salaires réels sous pression et d'un niveau d'endettement élevé. À l'inverse, les générations plus âgées détiennent l'essentiel du patrimoine financier net, en particulier immobilier. Cette situation accentue les tensions intergénérationnelles entre les « détenteurs d'actifs » et les « exclus du patrimoine », alimentant ainsi la montée du populisme.

G7 : UNE DETTE PUBLIQUE TOUJOURS EN HAUSSE



Source : IMF, Bloomberg, BNP Paribas

LA MAJORITÉ DES JEUNES ADULTES AMÉRICAINS VIVENT DÉSORMAIS CHEZ LEURS PARENTS



Source : Pew Research Center



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Quelles conséquences à long terme pour l'allocation d'actifs ?

La couverture des actions ne peut plus reposer uniquement sur les obligations longues

Nombre de tendances géopolitiques et démographiques de long terme convergent vers un risque inflationniste plus élevé dans le temps. La plupart des portefeuilles d'investissement diversifiés reposent sur une allocation significative entre actions mondiales et obligations, partant du principe que les obligations surperforment lorsque les marchés d'actions corrigent fortement, amortissant ainsi les pertes.

Cette hypothèse s'appuie toutefois largement sur l'expérience de la période 2000-2020, durant laquelle les actions ont effectivement évolué de manière négativement corrélée aux obligations souveraines de long terme. Cette phase correspondait à un environnement de taux réels bas et d'inflation faible et stable. En revanche, sur la période 1965-2000, la corrélation moyenne entre actions et obligations américaines était positive (+0,28) selon PGIM, contre -0,29 sur la période 2000-2020. Depuis 2021, cette corrélation est redevenue positive, comme l'a illustré la baisse simultanée des actions et des obligations en 2022.

Dans un contexte marqué par la démondialisation, des politiques migratoires plus restrictives et une croissance contrainte de l'offre de matières premières clés, autant de facteurs susceptibles de maintenir l'inflation mondiale à un niveau plus élevé que durant les deux premières décennies des années 2000, il nous paraît pertinent de renforcer explicitement les actifs de couverture contre l'inflation. Nous privilégions en particulier une exposition accrue à l'or, aux matières premières industrielles et aux infrastructures, cotées comme non cotées.

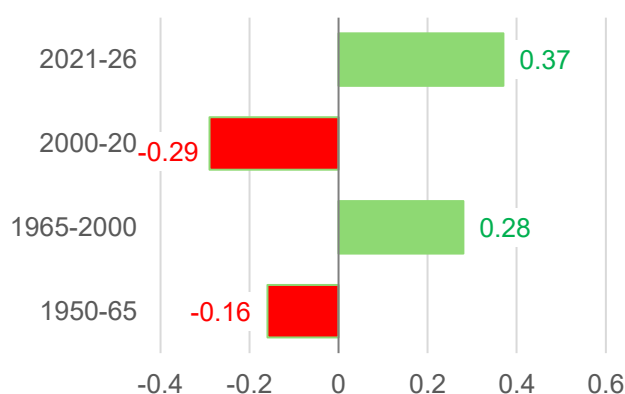
Éviter les obligations d'État de très longue maturité

Dans un contexte de ratios dette/PIB historiquement élevés, la question de la soutenabilité de la dette publique à long terme restera centrale pour les investisseurs. Le risque de crédit est désormais incontournable, y compris pour les obligations d'État des pays développés. L'ère de la convergence des rendements souverains en zone euro est révolue, tandis que plusieurs États, dont les États-Unis et la France, ont vu leur notation souveraine être abaissée ces dernières années, reflétant la dégradation de leurs fondamentaux budgétaires. Dans le même temps, les primes de terme sur les obligations souveraines à 10 ans poursuivent leur progression (0,66 % aux USA et 1,02 % en Allemagne), tout en restant inférieures à leurs moyennes de long terme observées entre 1999 et 2014 (respectivement 1,45 % et 1,91 %). Dans ce contexte, une approche prudente s'impose dans les portefeuilles obligataires conservateurs : l'exposition à la duration devrait être maintenue en-deçà des niveaux de référence, tant en Europe qu'aux États-Unis.

Les producteurs de matières premières favorisés par la géopolitique

Plusieurs matières premières stratégiques bénéficient aujourd'hui de mégatendances structurelles de la demande, portées par l'essor de l'IA et des datacenters, l'électrification de l'économie et la montée des dépenses de défense. Face à ces dynamiques, les délais d'ajustement très longs de l'offre mondiale placent les producteurs d'or, d'argent, de cuivre, de lithium et de terres rares dans une position favorable pour capter cette croissance, via des prix durablement orientés à la hausse. Les tensions géopolitiques renforcent par ailleurs la nécessité, pour les grandes puissances, de constituer des stocks stratégiques de ces matériaux critiques — une priorité déjà identifiée par les États-Unis et la Chine, et désormais pleinement intégrée par l'Europe.

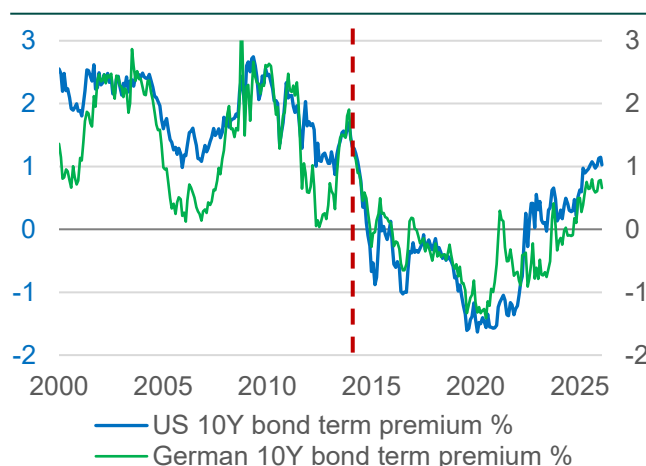
LA CORRÉLATION ACTIONS-OBLIGATIONS AUX ÉTATS-UNIS N'A PAS TOUJOURS ÉTÉ NÉGATIVE



US stock-bond correlation: 1950-2026

Source : PGIM, Bloomberg, BNP Paribas

LES PRIMES DE TERME DES OBLIGATIONS AMÉRICAINES ET ALLEMANDES SE RENORMALISENT



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Le crédit privé américain à nouveau sous pression

Hiba Mouallem

Nouvelles inquiétudes autour du crédit privé américain

Le marché américain du crédit privé fait l'objet d'une attention accrue à mesure que des fragilités apparaissent. La faillite, fin 2025, de deux acteurs liés au secteur automobile (Tricolor, importante chaîne de concessionnaires, et First Brands, fournisseur clé de pièces automobiles), a constitué un premier signal d'alerte, soulevant des interrogations sur la résilience du financement privé aux États-Unis.

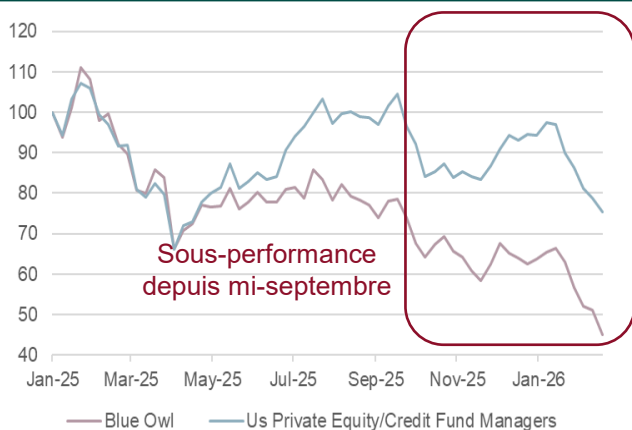
L'attention se concentre de nouveau sur cette classe d'actifs après une décision marquante de Blue Owl, gestionnaire d'actifs de premier plan. L'un de ses fonds, ODBC II, qui proposait jusqu'alors des rachats trimestriels à hauteur de 5 % de l'actif, a brusquement suspendu les retraits mi-février. Les investisseurs ont été informés que le remboursement de leur capital dépendrait désormais de la vente effective des actifs sous-jacents.

Cet épisode intervient dans un contexte de croissance rapide du crédit privé sur la dernière décennie, marqué par une forte hausse des encours sous gestion. Les conséquences ne se sont pas fait attendre : le titre Blue Owl a chuté de 55 % depuis début 2025, illustrant la dégradation du sentiment entourant le crédit privé. À ce stade, ces tensions restent largement circonscrites au marché américain, le segment européen demeurant relativement épargné.

La pression de l'IA sur les éditeurs de logiciels pèse sur le crédit privé

Les sociétés de logiciels ont été mises sous pression la semaine dernière à la suite du lancement de Claude Code, l'agent de programmation en intelligence artificielle développé par Anthropic, déclenchant une vague de ventes sur le secteur. Or, de nombreux fonds de crédit privé sont exposés à des prêts accordés à des entreprises technologiques, ce qui a entraîné une baisse des cours des gestionnaires cotés de crédit privé et des fonds associés.

PRIVATE EQUITY ET CRÉDIT : LES ACTEURS AMÉRICAINS SOUS PRESSION



Source : BNP Paribas, Bloomberg. Le panier d'actions des gestionnaires de fonds PE/PC comprend Carlyle, Blackstone, KKR, Apollo, Ares



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

Indicateurs à surveiller pour détecter une montée des tensions

Dans notre publication de décembre 2025, nous avons identifié cinq indicateurs de marchés cotés afin d'évaluer si les inquiétudes liées au crédit privé étaient susceptibles de se propager à d'autres segments du système financier :

- les ETF de prêts à effet de levier américains ;
- les ETF de Business Development Companies (BDC) américaines ;
- les actions des sociétés cotées de gestion de fonds de crédit privé et de private equity ;
- les ETF de banques régionales américaines ;
- les spreads de crédit high yield CCC-BB aux États-Unis

Depuis septembre, les actions des gestionnaires de fonds de private equity et de crédit privé ont nettement sous-performé, avec une accélération marquée en février. Ce panier a évolué en ligne avec la chute du titre Blue Owl, lequel est récemment passé sous son point bas d'avril 2025. Les ETF de prêts à effet de levier américains ont également touché de nouveaux plus bas, alors que les investisseurs réduisent leur exposition à ce segment.

En revanche, d'autres indicateurs — notamment les spreads de crédit high yield CCC-BB et les valeurs bancaires régionales américaines — ne montrent aucun signe supplémentaire de stress financier à ce stade.

Selon des analystes de UBS, les taux de défaut dans le crédit privé pourraient connaître une forte hausse et atteindre jusqu'à 15 % dans un scénario extrême, sous l'effet des perturbations liées à l'intelligence artificielle.

À ce stade, les effets de contagion vers les autres marchés restent limités, mais nous continuons de surveiller étroitement les signaux d'un possible élargissement des tensions.

LE SPREAD HIGH YIELD CCC-BB AMÉRICAIN NE MONTRE AUCUN SIGNE DE CONTAGION DU CRÉDIT PRIVÉ



Source : Bloomberg

La banque
d'un monde
qui change

Résumé de nos principales recommandations, par classe d'actifs

	Recom actuelle	Recomman dation préalable	Segments	Nous aimons	Nous évitons	Commentaires
ACTIONS	+	+	Marchés	Royaume-Uni, Japon, Chine, Brésil, Mexique, Inde		Opinion positive sur les actions justifiée par une forte liquidité, des taux plus bas, des résultats positifs et des rachats d'actions. Valorisations justes dans la plupart des pays hors États-Unis.
			Secteurs	Soins de santé mondiaux, Industrie et Secteur minier, Banques de l'UE, Services aux collectivités de l'UE	Produits de consommation de base	Banques - Toujours très bon marché malgré des bilans solides, des ROE élevés et une croissance accélérée des prêts. Santé - Le secteur semble encore sous-évalué, compte tenu des nouveaux médicaments prometteurs, des avantages liés à l'IA et de la forte hausse actuelle des opérations de fusions-acquisitions (M&A).
			Styles/Thèmes	Valeurs cycliques		Actions liées aux matières premières, et au secteur financier
OBLIGATIONS	=	=	Govies	Obligations d'État britanniques		Neutre sur les obligations souveraines au niveau mondial, avec une préférence pour des maturités inférieures à cinq ans. Objectifs de rendement à 12 mois : Treasury américain 10 ans à 4,25 %, Bund allemand 10 ans à 2,75 %, Gilt britannique 10 ans à 4,3 %.
	+	+	Credit	Crédit IG en euros, IG du Royaume-Uni		Nous privilégions les obligations d'entreprises Investment Grade libellées en euros et en livres sterling (Opinion positive) par rapport aux obligations IG en dollars (Opinion Neutre), compte tenu des dynamiques d'offre et du niveau des spreads. L'accent est mis sur la qualité.
	+	+	Obligations émergentes	Monnaie locale		Positif sur les obligations émergentes en monnaie locale. De bons fondamentaux restent en place, une nouvelle faiblesse du dollar est attendue.
CASH	-	-				Nous révisons notre scénario pour la Fed et n'anticipons plus qu'une seule baisse de taux supplémentaire de 25 pb, en septembre, portant le taux terminal de la Fed à 3,50 %. Nous n'attendons aucun changement de politique monétaire de la BCE cette année, puis une hausse de taux en septembre 2027.
MATIÈRES PREMIÈRES	+ / + / =	+ / + / -		Cuivre (+) Or (+)		Pétrole (=) - À court terme, le baril est attendu autour de 80 dollars, tandis que le Brent évoluera, à plus long terme, dans une fourchette de 60 à 70 dollars. Une hausse potentielle de la production hors OPEP devrait être compensée par une demande mondiale en progression. Métaux de base (+) - Les perspectives du secteur industriel soutiennent les métaux de base, portés par une demande en hausse et des contraintes persistantes sur l'offre. Or (+) - Après la récente correction, l'or retrouve un potentiel de hausse. L'objectif à 12 mois est relevé à 5 500 dollars l'once. Argent (=) - Objectif à 12 mois fixé à 90 dollars l'once.
DEVICES			EUR/USD			Notre objectif EUR/USD à 12 mois est de 1,24 USD.
IMMOBILIER	=	=		Résidentiel, soins de santé, logistique/entrepôts		Des taux d'intérêt plus bas et une amélioration progressive de la valeur nette des actifs devraient soutenir l'immobilier non coté.
OPCVM ALTERNATIFS				Global Macro, Long-Short Equity, Event Driven		La hausse des volumes de fusions-acquisitions devrait soutenir les stratégies d'arbitrage event-driven.
INFRA STRUCTURE	+	+		Énergie, transports, eau		D'excellents rendements à long terme sont attendus des infrastructures privées et cotées en bourse compte tenu du sous-investissement à long terme.



Tableaux de prévision économique et de change

BNP Paribas Forecasts			
GDP Growth%	2025	2026	2027
United States	2.2	2.9	2.0
Japan	1.1	0.6	0.9
UK	1.3	1.1	1.3
Switzerland	1.4	1.0	1.6
Eurozone	1.5	1.6	1.6
Germany	0.4	1.4	1.5
France	0.9	1.3	1.3
Italy	0.7	1.0	0.9
Emerging			
China	5.0	4.7	4.5
India*	7.6	7.0	6.8
Brazil	2.2	1.8	1.4
* Fiscal year			
Source : BNP Paribas - 02.03.2026			

BNP Paribas Forecasts			
CPI Inflation%	2025	2026	2027
United States	2.7	2.6	2.7
Japan	3.1	1.9	2.5
UK	3.4	2.4	2.2
Switzerland	0.2	0.4	0.7
Eurozone	2.1	1.9	2.3
Germany	2.2	1.6	2.3
France	1.0	1.1	1.5
Italy	1.7	1.5	1.9
Emerging			
China	0.1	0.9	1.0
India*	2.1	4.1	4.3
Brazil	5.0	3.8	3.8
* Fiscal year			
Source : BNP Paribas - 02.03.2026			

	Country	Spot 02/03/2026	Target 3 months	Target 12 months
Against euro	United States	EUR / USD 1.17	1.18	1.24
	United Kingdom	EUR / GBP 0.87	0.87	0.87
	Switzerland	EUR / CHF 0.91	0.92	0.92
	Japan	EUR / JPY 184	186	192
	Sweden	EUR / SEK 10.71	10.80	10.60
	Norway	EUR / NOK 11.20	11.30	11.10
Against dollar	Japan	USD / JPY 158	158	155
	Canada	USD / CAD 1.37	1.38	1.35
	Australia	AUD / USD 0.71	0.71	0.68
	New Zealand	NZD / USD 0.59	0.60	0.60
	Brazil	USD / BRL 5.20	5.40	5.70
	India	USD / INR 91.48	90.00	90.00
	China	USD / CNY 6.89	6.80	6.80

Source: BNP Paribas, Refinitiv Datastream. Au 2 mars 2026

L'ÉQUIPE DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FRANCE

Edmund SHING

Global Chief Investment Officer

Hiba MOUALLEM

Investment Strategist

Isabelle ENOS

Senior Investment Advisor

Charles GIROT

Senior Investment Advisor

ITALY

Luca IANDIMARINO

Chief Investment Advisor

BELGIUM

Philippe GIJSELS

Chief Investment Advisor

Alain GERARD

Senior Investment Advisor, Equities

Patrick CASSELMAN

Senior Investment Strategist, PRB

GERMANY

Stephan KEMPER

Chief Investment Strategist

LUXEMBOURG

Guy ERTZ

Deputy Global Chief Investment Officer

ASIA

Prashant BHAYANI

Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM

Chief Investment Strategist

Dannel LOW

Investment Services Analyst



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

CONTACTEZ NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

AVERTISSEMENT

Le présent document commercial est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme de droit français, Siège social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, immatriculée sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, France, immatriculée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché.

Ce document est confidentiel et destiné exclusivement à l'usage de BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA ou de leurs sociétés affiliées (« BNP Paribas ») et des personnes à qui ce document a été remis. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus.

Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quel que soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

L'information contenue dans ce document a été rédigée sans

prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement.

Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit dans le présent document est soumis à la lecture et à la compréhension préalables de la documentation légale concernant le produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et obligations des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans le produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions. Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent avoir des positions dans ces produits ou avoir affaire à leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2026). Tous droits réservés.

Images de Adobe Stock.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

**La banque
d'un monde
qui change**