

# Focus stratégie d'investissement

Les attentes sur les taux d'intérêt américains ont-elles été dépassées ?

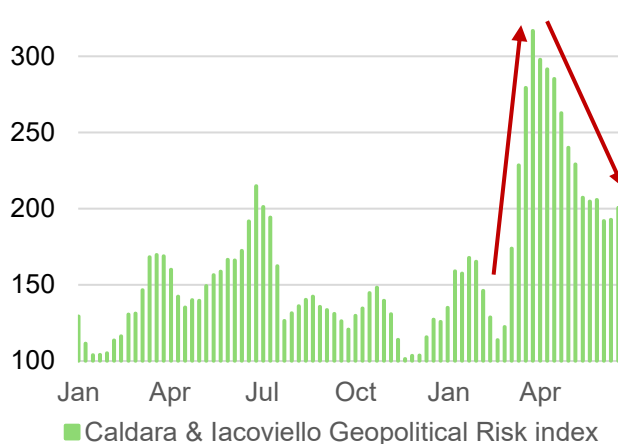
## Sommaire

- Négociations entre les États-Unis et l'Iran et réouverture du détroit d'Ormuz** - Avec la normalisation progressive du trafic maritime, les prix du pétrole sont revenus autour de 70 dollars le baril, soit leurs niveaux d'avant le conflit. Ce recul des coûts énergétiques devrait contribuer à la poursuite de la désinflation qui se reflète déjà à travers la détente des rendements obligataires. Dans ce contexte, nous abaissons notre opinion sur les obligations souveraines de la zone euro à Neutre, après le repli des taux observé à la suite de l'accord.
- L'inflation est-elle durable ?** L'inflation américaine demeure supérieure à l'objectif de 2 % depuis cinq ans. Elle continue d'être alimentée par l'essor des investissements liés à l'intelligence artificielle et l'inflation persistante des services. Pour autant, la consommation des ménages reste fragile et la progression des salaires demeure modérée. Dans ce contexte, nous anticipons une unique hausse supplémentaire des taux directeurs de la Fed en décembre, plutôt que l'ouverture d'un nouveau cycle haussier.
- La trajectoire des marchés actions dépend des taux et de la liquidité.** Les rendements des obligations souveraines américaines à 10 ans inférieurs à 4,5 %, associés à une croissance continue de la masse monétaire mondiale, constituent des soutiens importants pour les marchés actions, tout comme la bonne orientation des bénéfices des entreprises. Nous conservons une opinion Neutre sur les actions, avec une préférence pour le Japon, les petites capitalisations américaines et l'Amérique latine.
- Rotation sectorielle au détriment des « 7 Magnifiques » :** Depuis novembre, les grandes valeurs technologiques américaines ont progressivement sous-performé, les investisseurs s'interrogeant davantage sur le financement des dépenses d'investissement liées à l'IA et sur leur rentabilité à long terme. Nous privilégions une réallocation vers des secteurs davantage orientés « Value », notamment les banques, les mines et la santé.
- Le retour en grâce des valeurs décotées :** depuis fin mars, les actions de style « Value » ont surperformé leurs indices de référence aux États-Unis, en Europe et dans les marchés émergents. Pour les investisseurs souhaitant réduire leur exposition aux valeurs de croissance fortement concentrées sur la technologie, les ETF et fonds orientés « Value » constituent aujourd'hui des solutions de diversification particulièrement attractives.

## Sommaire

Perspectives macro et de marché	2
Un marché haussier en fin de cycle ?	3
La baisse des prix de l'énergie et du logement constitue un facteur clé	4
Les marchés s'éloignent de la tech	5
Un nouvel élan pour le marché obligataire européen	6
Le pétrole est revenu à son point de départ	7
Nos principales recommandations	8
Économie, tableaux de change, équipe	9
Avertissement	10

### LE RISQUE GÉOPOLITIQUE A CONSIDÉRABLEMENT DIMINUÉ PAR RAPPORT AU PIC D'AVRIL



Source: BNP Paribas, Bloomberg.









Edmund Shing, PhD

Global CIO

BNP Paribas Wealth Management



## Perspectives macro et de marché

	<b>Macro</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'accord de paix entre les États-Unis et l'Iran devrait soutenir le retour de l'appétit pour le risque et contribuer à l'apaisement des tensions géopolitiques.</li> <li>- Les pressions inflationnistes continuent de s'atténuer, même si elles demeurent présentes, confortant le scénario d'une économie mondiale résiliente. Alors que le risque d'une escalade majeure du conflit semble s'éloigner, les investisseurs devront surveiller attentivement le rebond des enquêtes de conjoncture au mois de juin ainsi que l'évolution des prix du pétrole, dont le maintien à des niveaux modérés sera déterminant pour la poursuite de cette dynamique favorable.</li> </ul>
	<b>Obligations</b>	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Neutre sur les gilts britanniques (objectif de rendement à 12 mois de 4,3 %).</li> <li>- Neutre sur les obligations souveraines « core » de la zone euro (avec une préférence pour les maturités de 7 à 10 ans) ainsi que sur les bons du Trésor américains, en privilégiant les échéances plus courtes, autour de 5 ans.</li> <li>- La BCE devrait maintenir son taux de dépôt à 2,25 % jusqu'à la fin de l'année, tandis que la Fed pourrait relever son taux directeur une dernière fois en décembre pour le porter à 4,0 %.</li> <li>- Nous visons un rendement de 4,0 % pour le Treasury américain à 2 ans et de 4,5 % pour le Treasury à 10 ans à horizon douze mois.</li> <li>- Notre objectif à 12 mois pour le rendement du Bund allemand à 10 ans est de 2,75 %.</li> </ul>
	<b>Crédit</b>	+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nous privilégions les obligations d'entreprise Investment Grade en euro et en livre sterling (opinion Positive) par rapport au crédit Investment Grade en dollar américain (opinion Neutre), compte tenu de la dynamique de l'offre plus favorable et des niveaux de spreads plus attractifs. Notre préférence reste orientée vers les signatures de qualité.</li> <li>- Nous conservons une opinion Neutre sur le crédit High Yield américain. Si les spreads ont retrouvé des niveaux proches de leurs plus bas historiques, l'incertitude demeure élevée et la rémunération offerte ne nous paraît pas pleinement compenser le risque sous-jacent.</li> </ul>
	<b>Actions</b>	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Opinion Neutre sur les actions - Nous avons relevé notre appréciation sur les marchés actions après la détente des tensions au Moyen-Orient. Pour autant, la trajectoire haussière pourrait ne pas être linéaire, en particulier dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés qui pourraient encore provoquer des turbulences.</li> <li>- Nous privilégions le Japon, le Brésil et le Mexique.</li> <li>- Opinion Neutre sur les États-Unis, le Royaume-Uni, les marchés émergents et l'Europe</li> <li>- Sur le plan sectoriel, nous affichons une opinion Positive sur les soins de santé, l'industrie, les sociétés minières, les services aux collectivités européens (utilities) et les banques européennes.</li> </ul>
	<b>Immobilier</b>	=	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les fonds immobiliers non cotés européens suivis par l'INREV continuent d'enregistrer une progression régulière de leurs valeurs d'actifs nettes (NAV), offrant un rendement moyen de 4,4 % aux investisseurs en 2025.</li> <li>- Nous privilégions les actifs industriels et logistiques, qui combinent des rendements attractifs et un potentiel de croissance locative supérieur, soutenu par une demande structurellement robuste.</li> </ul>
	<b>Matières premières</b>	+/ -/+	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Métaux précieux : nous conservons une opinion Positive sur les métaux précieux. Notre objectif de cours à 12 mois est de 5 500 USD l'once pour l'or et de 90 USD l'once pour l'argent.</li> <li>- Métaux industriels stratégiques : nous maintenons une opinion Positive sur les métaux industriels stratégiques, notamment le cuivre, l'aluminium et l'étain.</li> <li>- Pétrole : nous conservons une opinion Négative sur le pétrole, avec une fourchette de prix à 12 mois pour le Brent comprise entre 60 et 70 USD le baril.</li> </ul>
	<b>UCITS alternatifs / Actifs privés</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Stratégies alternatives : nous conservons une opinion Positive sur les stratégies Macro et Long/Short actions. Nous apprécions également les stratégies Event-Driven, en particulier l'arbitrage sur opérations de fusions-acquisitions (M&amp;A arbitrage).</li> <li>- Infrastructure : nous maintenons une opinion Positive sur les infrastructures, soutenues par des perspectives de croissance structurelle à moyen terme, portées à la fois par les dépenses publiques et par la demande croissante des marchés émergents.</li> </ul>
	<b>Devises</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le récent renforcement du dollar américain dans ce contexte d'aversion au risque devrait rester temporaire. À plus long terme, l'augmentation des dépenses de défense aux États-Unis devrait accroître le déficit budgétaire américain et exercer une pression baissière sur le dollar.</li> <li>- EUR/USD : nous visons un objectif à 12 mois de 1,20 USD pour un euro.</li> </ul>

# Le marché haussier arrive-t-il en fin de cycle ?

## La hausse des taux pourrait mettre fin au marché haussier

La tendance haussière actuelle des marchés actions dure désormais depuis 45 mois, depuis le point bas atteint en octobre 2022 après la dernière correction majeure. Sur cette période, les marchés ont progressé de 114 % en dollars américains. Malgré cette performance impressionnante, ce cycle reste relativement modeste au regard de l'histoire : en moyenne, un marché haussier dure plus de cinq ans et génère un gain moyen de 149 %. À ce titre, la phase actuelle pourrait encore disposer d'un potentiel de progression.

Historiquement, un petit nombre de facteurs ont réellement mis un terme aux marchés haussiers en provoquant un ralentissement marqué de la croissance mondiale et une récession économique :

- le démarrage d'un nouveau cycle de hausse des taux directeurs, mené par les banques centrales et notamment par la Réserve fédérale américaine, afin de contenir une inflation supérieure aux objectifs.
- le retournement d'un cycle d'investissement excessif, lorsque le surinvestissement devient évident et que le coût du financement augmente, comme lors de l'éclatement de la bulle internet en 2000 ou de la crise financière mondiale de 2008.
- Un ralentissement marqué de la croissance économique provoqué par une forte hausse des prix de l'énergie, qui agit comme une taxe sur l'économie mondiale, comme en 1990, 2000 ou 2008.

L'arrivée de Kevin Warsh à la présidence de la Réserve fédérale a conduit les marchés de taux à anticiper une remontée du taux directeur américain dans les prochains mois. Par ailleurs, l'inflation américaine suit une trajectoire haussière depuis la fin de l'année 2025 et s'est accélérée depuis mars, portée notamment par une inflation énergétique ayant atteint 22 % en glissement annuel en mai.

Une combinaison de taux d'intérêt plus élevés et d'un ralentissement de la croissance économique pourrait constituer un défi important pour la poursuite du marché haussier actuel.

## Les marchés anticipent une hausse modérée des taux de la Fed

Le rendement des obligations du Trésor américain à deux ans est passé de 3,4 % début mars à 4,1 % aujourd'hui, alors que le taux directeur de la Réserve fédérale reste fixé à 3,75 %. Le marché obligataire prévoit une hausse légèrement supérieure à 25 points de base du taux des Fed Funds d'ici la mi-2027. La question est désormais de savoir si Kevin Warsh parviendra à relever le défi délicat de ralentir l'inflation sans freiner la croissance économique américaine.

À l'heure actuelle, l'économie américaine connaît un boom inflationniste de milieu de cycle : la Réserve fédérale de New York estime que la croissance du PIB américain au deuxième trimestre 2026 se situe à un rythme annualisé de 2,7 %, tandis que l'inflation sous-jacente privilégiée par la Fed s'établit encore à 3,3 % en avril, bien au-dessus de l'objectif de 2 %.

Ces chiffres suggèrent une croissance nominale d'environ 6 % par an, cohérente avec la progression de la masse monétaire M2 aux États-Unis et largement supérieure aux taux d'intérêt à court terme comme à long terme. Dans ce contexte, les conditions financières demeurent relativement accommodantes, ce qui continue de soutenir les marchés actions, le crédit à haut rendement et les fonds d'investissement immobilier (REITs). La question centrale pour les investisseurs est désormais de savoir si Kevin Warsh mettra fin à la dynamique favorable des marchés en resserrant davantage la politique monétaire. Selon la célèbre formule de l'ancien président de la Fed William McChesney Martin Jr., va-t-il « mettre fin à la fête boursière en retirant le bol de punch », c'est-à-dire augmenter les taux pour éviter une inflation encore plus élevée et donc enrayer la dynamique ?

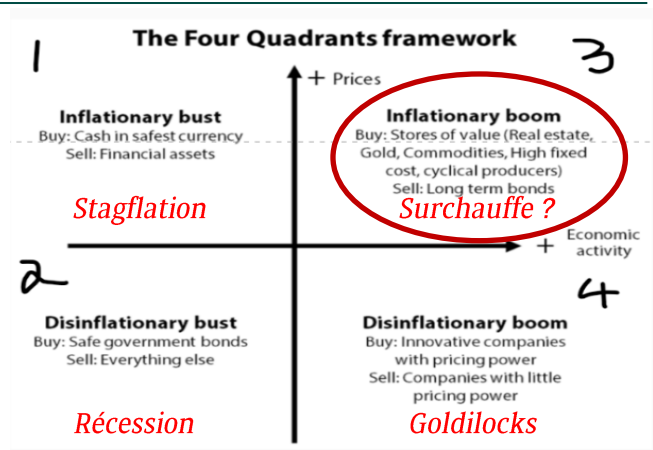
D'un côté, l'inflation américaine évolue au-dessus de l'objectif de la Fed depuis cinq années consécutives, récemment alimentée par la hausse des prix de l'énergie. De l'autre, les principaux facteurs d'inflation à long terme, tels que les coûts du logement et la progression salariale, restent relativement bien maîtrisés. Par ailleurs, le développement rapide de l'intelligence artificielle pourrait avoir un effet fortement désinflationniste sur l'économie à moyen terme.

LES ACTIONS MONDIALES ENCHAÎNENT LES RECORDS DEPUIS FIN 2023



Source : Bloomberg, BNP Paribas

LES 4 PHASES DU CYCLE ÉCONOMIQUE : L'ÉCONOMIE ÉVOLUE AUJOURD'HUI DANS UNE PHASE DE BOOM INFLATIONNISTE



Source : Evergreen Gavekal, BNP Paribas

# La baisse des prix de l'énergie et du logement constitue un facteur clé

## La baisse des prix de l'énergie pourrait convaincre la Fed d'attendre

Les considérations électorales pourraient peser sur le calendrier d'un éventuel relèvement des taux de la Réserve fédérale. Les élections de mi-mandat américaines se tiendront début novembre, et le Comité fédéral de l'open market (FOMC) pourrait chercher à éviter toute accusation de biais politique en reportant une éventuelle hausse de taux à sa réunion du 9 décembre.

Par ailleurs, le débat reste vif sur la rapidité des mesures officielles de l'inflation aux États-Unis. En particulier, la composante liée au logement (shelter), qui représente une part importante de l'inflation sous-jacente, est particulièrement décalée et reflète généralement l'état du marché immobilier avec 12 à 18 mois de décalage. Selon Jeremy Schwartz (WisdomTree), la mise à jour de l'IPC (indice des prix à la consommation) de base américaine sur la base d'une composante coût du logement en temps réel, issue des données de Zillow et Apartment List, ferait passer l'inflation sous-jacente américaine de 2,9 % à seulement 1,6 % en glissement annuel.

De plus, les coûts énergétiques américains devraient baisser de manière significative dans les mois à venir, compte tenu de la réouverture du détroit d'Ormuz et de la chute qui en résulte des prix du pétrole brut proches des niveaux d'avant le conflit (70 USD/baril pour le pétrole intermédiaire West Texas américain).

Enfin, Kevin Warsh a souvent mis en avant le potentiel de l'intelligence artificielle pour améliorer la productivité de l'économie américaine. Selon lui, ces gains de productivité pourraient constituer une force désinflationniste, notamment en limitant la progression des coûts salariaux. La productivité figure d'ailleurs parmi les principaux axes de travail des groupes de réflexion annoncés lors de sa première conférence de presse à la tête du FOMC, dont les conclusions sont attendues avant la fin de l'année. Il pourrait préférer attendre ces résultats avant de prendre des décisions majeures en matière de politique monétaire.

## Nous n'anticipons pas un nouveau cycle de hausse des taux

Au regard de l'ensemble de ces éléments, nous anticipons une seule hausse supplémentaire des taux de la Fed en décembre, plutôt que le début d'un nouveau cycle de resserrement monétaire. Nous nous attendons davantage à un ralentissement de la croissance américaine au cours du second semestre pour deux raisons principales.

D'une part, de nombreux ménages américains continuent de faire face à une érosion de leur pouvoir d'achat, comme en témoignent les difficultés rencontrées par le secteur de la distribution. D'autre part, les investissements liés à l'intelligence artificielle pourraient potentiellement être freinés par :

- a/ l'absence de permis pour de nouveaux centres de données,
- b/ les délais de raccordement au réseau électrique et

C/ les tensions persistantes sur l'approvisionnement en semi-conducteurs et autres équipements électriques essentiels.

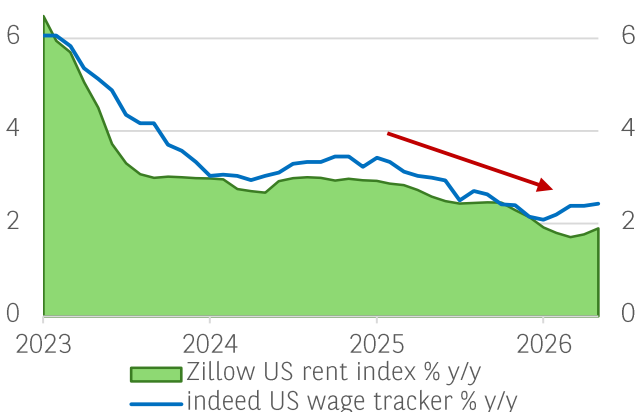
Dans ce contexte, une croissance plus modérée, conjuguée à la baisse attendue des coûts de l'énergie, du logement et sur les coûts de main-d'œuvre, pourrait permettre à la Fed de maintenir son taux directeur autour de 4,0 % jusqu'en 2027.

## La BCE devrait également marquer une pause

Contrairement à la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne a déjà relevé son taux de dépôt de 25 points de base, à 2,25 %, le 11 juin, en réaction à la remontée de l'inflation sous-jacente en zone euro à 2,6 % en glissement annuel.

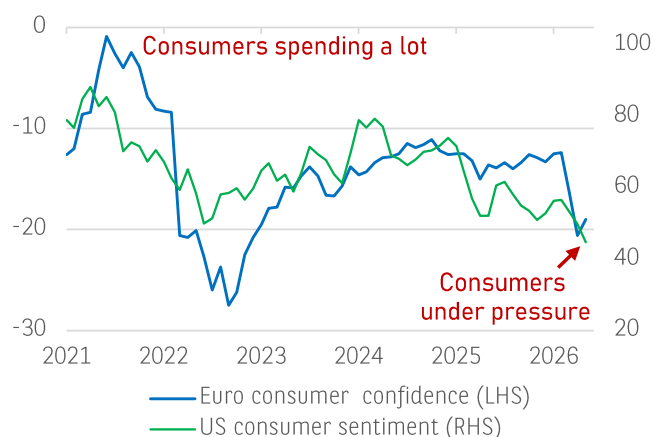
L'Europe étant davantage exposée aux variations des prix de l'énergie importée, le recul durable des coûts énergétiques permis par un éventuel accord de long terme entre les États-Unis et l'Iran devrait soutenir la croissance tout en contribuant à modérer l'inflation jusqu'en 2027. Par ailleurs, l'inflation des loyers semble avoir atteint un pic, tandis que la progression des salaires en zone euro se stabilise autour de 2,6 % sur un an, selon l'indicateur de suivi des salaires de la BCE. Dans ces conditions, nous anticipons que la BCE maintiendra son taux de dépôt à 2,25 % dans un avenir prévisible.

SALAIRES ET LOYERS AMÉRICAINS PROGRESSED D'ENVIRON 2 % PAR AN



Source : Bloomberg, BNP Paribas

LA CONFIANCE DES CONSOMMATEURS EST TOUCHÉE PAR LE MANQUE DE POUVOIR D'ACHAT



Source : Bloomberg, BNP Paribas

## Rotation sectorielle : les marchés s'éloignent de la tech

### La technologie marque le pas, les valeurs décotées prennent le relais

Si la thématique de l'intelligence artificielle continue de soutenir les marchés, comme en témoigne la forte progression des fabricants de semi-conducteurs spécialisés dans les mémoires aux États-Unis et en Asie depuis mars, les marchés actions mondiaux semblent désormais entrer dans une nouvelle phase marquée par une rotation du leadership boursier.

Depuis 2010, les géants technologiques américains ont largement dominé les marchés financiers. La surperformance du Nasdaq 100 face au MSCI World depuis 2013 s'est construite au fil de plusieurs vagues successives : l'essor des réseaux sociaux, le développement du cloud computing, l'accélération de la demande technologique pendant la pandémie, puis plus récemment l'engouement pour l'intelligence artificielle déclenché par l'arrivée de ChatGPT.

Mais même les tendances les plus durables finissent par s'essouffler. Depuis novembre dernier, les « 7 Magnifiques » ont reculé d'environ 6 %, tandis que plusieurs compartiments plus cycliques du marché américain ont nettement surperformé le S&P 500, notamment l'industrie, le secteur minier, les infrastructures et les petites capitalisations.

Dans l'ensemble, les valeurs de croissance américaines ont sous-performé les valeurs décotées (« Value ») de manière spectaculaire depuis novembre 2025, une évolution également observée sur les marchés européens. Au niveau sectoriel, les secteurs de l'énergie, des mines et des banques régionales ont tous surpassé les actions de croissance américaines des méga-capitalisations de 17 % à 23 % depuis novembre. Sur le plan géographique, les marchés émergents et le Japon, couverts contre le risque de change, ont également battu l'indice S&P 500 de 16 % et 19 % sur la période.

Pour les investisseurs, le message est clair : après plusieurs années de domination des grandes valeurs technologiques américaines, le moment pourrait être venu de sécuriser une partie des gains accumulés et de rééquilibrer progressivement les portefeuilles vers des régions et des secteurs davantage exposés au style « Value », qui bénéficient aujourd'hui d'une dynamique de marché plus favorable.

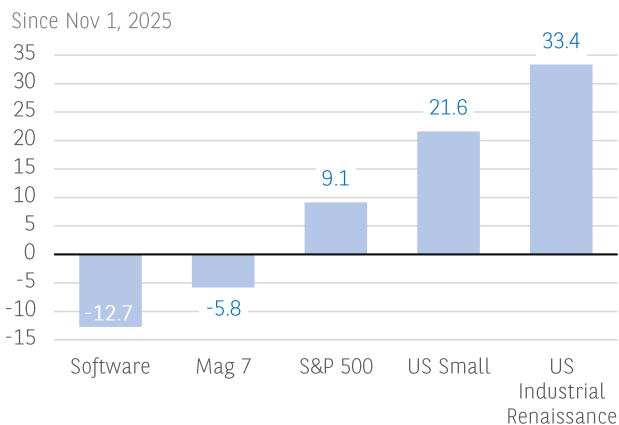
### Une de nos convictions : les petites capitalisations américaines

Alors que l'attention des investisseurs reste largement concentrée sur l'intelligence artificielle, les petites capitalisations américaines (indice S&P small-cap 600) affichent discrètement une performance remarquable. Depuis novembre, elles ont surperformé les « 7 Magnifiques » de 32 % cumulés, et même depuis la mi-mai, cette surperformance est impressionnante avec +18 %. Malgré cette dynamique favorable, les valorisations demeurent attractives. Les petites capitalisations américaines se négocient aujourd'hui autour de 15 fois les bénéfices attendus, contre 21 fois pour les grandes capitalisations américaines, soit une décote proche de 30 %. Cette valorisation attractive s'accompagne d'une amélioration des anticipations de bénéfices pour 2026 et 2027. Il convient également de rappeler que la domination récente des grandes capitalisations américaines constitue une exception historique. Sur les cent dernières années, les petites capitalisations américaines ont généré un rendement moyen de 11,6 % par an, contre 10,3 % pour les grandes capitalisations. Renforcer son exposition aux petites capitalisations au détriment des géants technologiques américains revient donc à miser sur un retour progressif vers les tendances historiques de long terme, une approche typiquement orientée « Value ».

### Les producteurs d'or : une opportunité après la correction

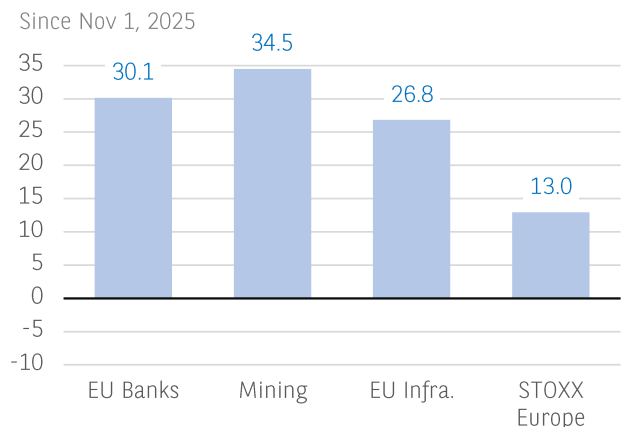
Pour les investisseurs prêts à accepter davantage de volatilité en échange d'un potentiel de performance élevé, les sociétés minières aurifères représentent également une opportunité intéressante. Cette classe d'actifs a fortement corrigé après le repli du cours de l'or, passé d'environ 5 400 dollars l'once fin janvier à 4 000 dollars au 24 juin, soit une baisse de 25 %. Dans le même temps, l'indice NYSE Gold Bugs, qui regroupe les principaux producteurs d'or, a reculé de 34 % depuis son point haut. Pourtant, de nombreuses sociétés minières affichent aujourd'hui des rendements de flux de trésorerie disponibles (free cash-flow yields) historiquement élevés, souvent supérieurs à 10 %. Nous restons optimistes sur les perspectives de l'or à long terme, avec un objectif de 5 500 dollars l'once à 12 mois. Les sociétés aurifères bénéficient d'un effet de levier opérationnel significatif avec la hausse du prix du métal jaune, alors que leurs valorisations actuelles ne reflètent pas un scénario de retour de l'or vers ces niveaux.

#### ROTATION DES SECTEURS AMÉRICAINS : DES 7 MAGNIFIQUES AUX PETITES CAPITALISATIONS



Source : Bloomberg, BNP Paribas

#### LES BANQUES, LES MINES, LES INFRASTRUCTURES ONT TOUTES BATTU LA TECHNOLOGIE EUROPÉENNE



Source : Bloomberg, BNP Paribas



## L'accord avec l'Iran donne un nouvel élan au marché obligataire européen

### Les rendements souverains de la zone euro se détendent, le crédit suit le mouvement

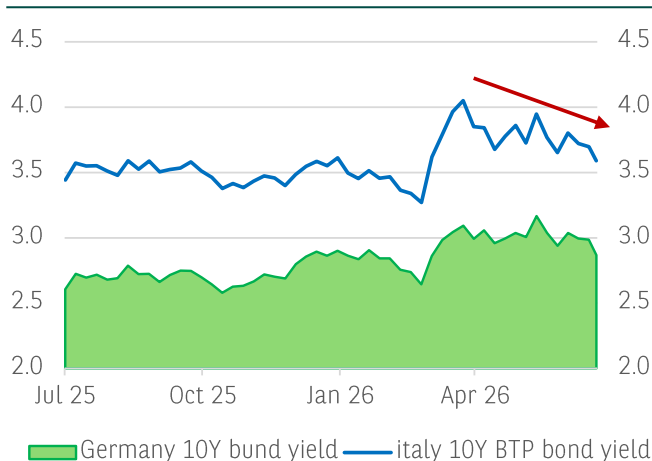
Le conflit au Moyen-Orient a entraîné une forte remontée des rendements obligataires européens, les taux souverains à 10 ans de la zone euro ayant progressé de 0,6 % à 0,7 % entre la fin février et les sommets observés entre mars et mai.

L'entrée en vigueur du mémorandum d'entente entre les États-Unis et l'Iran, qui permet la réouverture du détroit d'Ormuz, a profondément changé la donne. Les cours du Brent ont ainsi chuté de plus de 110 dollars le baril à leur point haut, à 71 dollars au 25 juin. Le risque d'une inflation énergétique persistante et de ses effets de second tour s'est nettement atténué, renforçant notre scénario d'un maintien du taux de dépôt de la BCE à 2,25 % jusqu'à la fin de l'année.

Cette détente des prix de l'énergie s'est rapidement reflétée sur les marchés obligataires. Le rendement du Bund allemand à 10 ans est passé de 3,2 % en mai à moins de 2,9 %, tandis que le BTP italien à 10 ans a enregistré un mouvement encore plus marqué, reculant de 4,1 % en mars à 3,6 % au 24 juin. Le crédit européen Investment Grade (IG) a bénéficié de la baisse des rendements souverains, les spreads BBB revenant à leurs niveaux les plus serrés d'avant le conflit, autour de 90 points de base. Cette évolution a permis au segment d'afficher une performance positive d'environ 1 % depuis le début de l'année. La poursuite de cette dynamique dépendra toutefois d'une reprise progressive des exportations de pétrole et de gaz des pays du Golfe.

Les segments plus risqués du crédit d'entreprise, à l'image des obligations financières AT1 (contingentes convertibles), ont enregistré des performances encore plus élevées, de l'ordre de 3 % depuis le début de l'année, en ligne avec leurs rendements absolus plus généreux.

LE REPLI DU PÉTROLE FAVORISE UNE BAISSÉ DES RENDEMENTS SOUVERAINS EN ZONE EURO



Source : Bloomberg, BNP Paribas



### Les rendements des obligations d'entreprise américaines de qualité atteignent 5,4 %

Malgré la hausse des rendements des emprunts d'État américains et l'abondance des émissions obligataires du secteur technologique depuis le début de l'année, les obligations d'entreprise américaines Investment Grade (IG) ont fait preuve d'une remarquable résilience. Elles affichent une performance d'environ +1 % depuis le début de l'année, portée en grande partie par des rendements attractifs, qui atteignent aujourd'hui 5,4 % pour les obligations notées BBB, soit 0,4 % de plus qu'au début janvier. Dans ce contexte, nous maintenons une opinion Neutre sur les bons du Trésor américain ainsi que sur le crédit Investment Grade américain, en privilégiant les maturités allant jusqu'à cinq ans. Cette position repose sur deux éléments : d'une part, notre nouvel objectif de rendement à 12 mois pour le Treasury américain à 10 ans, fixé à 4,5 %, légèrement au-dessus du niveau actuel de 4,4 % ; d'autre part, des spreads BBB historiquement resserrés, autour de 90 points de base au-dessus des Treasuries, laissant un potentiel limité de compression supplémentaire alors que de nouvelles émissions du secteur technologique sont attendues.

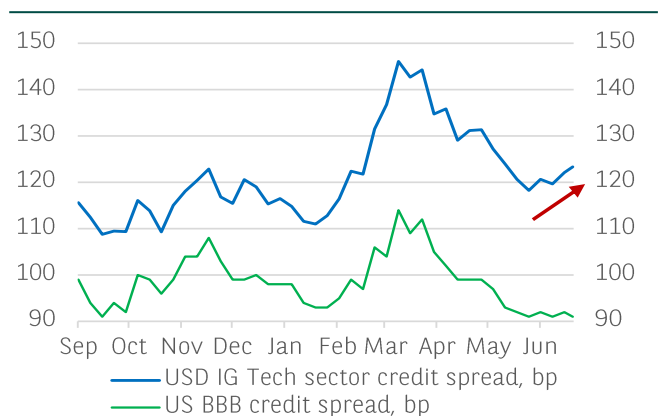
### Les obligations souveraines européennes rétrogradées à Neutre

Nous abaissons notre recommandation sur les obligations souveraines « core » de la zone euro et du Royaume-Uni, passant de Positive à Neutre. La détente récente des rendements a réduit leur potentiel de performance, rendant les perspectives de rendement moins attractives.

Nous continuons à privilégier les obligations d'entreprise Investment Grade libellées en euros et en livres sterling, pour lesquelles nous conservons une opinion Positive, par rapport à leurs équivalents en dollars. Cette préférence reflète une dynamique d'offre plus favorable ainsi que des niveaux de rendement et de spreads relativement attractifs. Notre approche demeure centrée sur la qualité des émetteurs.

Par ailleurs, nous relevons notre opinion sur les obligations High Yield de Négative à Neutre, le recul des risques géopolitiques ayant amélioré l'environnement de marché. Les spreads restent toutefois proches de leurs plus bas historiques, ce qui limite le potentiel de performance supplémentaire au regard du niveau de risque associé.

L'ÉLARGISSEMENT DES SPREADS DANS LA TECHNOLOGIE N'AFECTE PAS ENCORE LES SPREADS BBB GLOBAUX



Source : Bloomberg, BNP Paribas

## Le pétrole est revenu à son point de départ après une envolée de 70 à 120 dollars

### Le pétrole peut-il rester à 70 USD ?

Alors que certains observateurs anticipaient une pénurie physique de pétrole susceptible de propulser le Brent entre 150 et 200 dollars le baril, le scénario observé depuis la mi-mai a été tout autre. La mise en place d'un cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran, suivie de la réouverture du détroit d'Ormuz dans un contexte de poursuite des négociations, a entraîné un repli rapide des prix du pétrole vers une fourchette de 70 à 74 dollars le baril. Le pétrole est ainsi revenu à des niveaux proches de ceux observés avant le conflit, une évolution relativement inattendue compte tenu des craintes initiales sur l'offre mondiale. L'économie mondiale a absorbé ce choc pétrolier de trois mois grâce à un recours important aux réserves stratégiques et commerciales, notamment aux États-Unis, en Chine et au Japon, ainsi qu'à une forte réduction des importations de brut de la Chine. À moyen terme, la nécessité de reconstituer ces stocks devrait néanmoins soutenir la demande et contribuer à établir un plancher pour les prix du pétrole. Malgré cela, nous abaissons notre objectif à 12 mois pour le Brent à une fourchette comprise entre 60 et 70 dollars le baril.

### Les prix du gaz européen refluent, mais plus lentement

Le gaz naturel européen n'a pas connu le même retour à la normale que le pétrole. Après avoir évolué autour de 32 €/MWh fin février, le contrat de référence européen TTF a presque doublé pour atteindre 62 €/MWh à son point haut, avant de reculer à 41 €/MWh fin juin. Cette relative résistance des prix s'explique notamment par la nécessité pour les pays européens de reconstituer leurs stocks avant la saison hivernale. Au 28 juin, les capacités de stockage de gaz en Europe n'étaient remplies qu'à 38 %, contre 49 % à la même période en 2025 et une moyenne de 62 % sur la période 2022-2025. Cette demande de reconstitution des réserves devrait continuer de soutenir les prix du gaz à court terme. À horizon de douze mois, nous anticipons un prix du TTF autour de 35 €/MWh, ce qui suggère une contribution modérée mais positive du secteur énergétique au processus de désinflation en Europe.

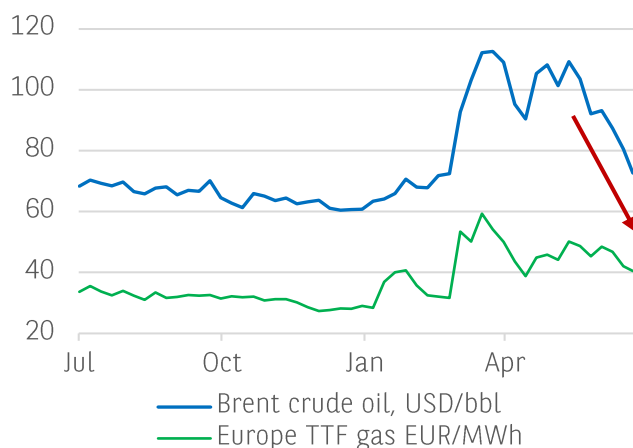
### Regain de vigueur du dollar américain, mais dans une fourchette contenue

Depuis le début du conflit avec l'Iran, le dollar américain s'est apprécié face à l'euro, au dollar canadien, au yen japonais, au franc suisse et à la livre sterling. Cette vigueur s'explique principalement par deux facteurs : d'une part, le statut des États-Unis comme premier exportateur mondial de pétrole et de gaz, et donc leur indépendance énergétique ; d'autre part, la révision des anticipations de politique monétaire de la Réserve fédérale. Depuis février, le marché est passé d'un scénario de deux baisses de taux d'ici décembre à l'hypothèse d'une hausse, une évolution confortée par les dernières projections de taux publiées par le FOMC.

L'exception notable concerne le renminbi chinois, qui s'est régulièrement apprécié face au dollar. Le taux de change est ainsi passé de 7,2 CNY pour un dollar en juillet 2025 à 6,8 CNY fin juin, soit une appréciation d'environ 6 % de la devise chinoise. Ce mouvement ramène toutefois le taux USD/CNY à proximité de sa moyenne des dix dernières années (6,86 CNY), effaçant une grande partie de la forte dépréciation enregistrée entre 2022 et 2023, lorsque la devise chinoise était passée de 6,3 à 7,3 CNY pour un dollar.

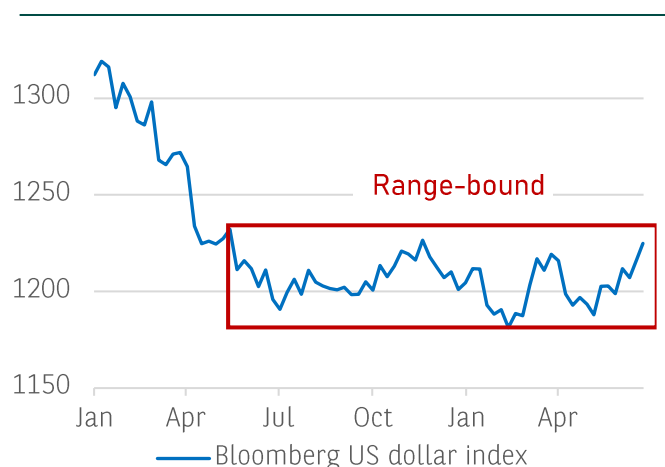
Dans l'ensemble, l'indice du dollar reste solidement ancré dans la fourchette de fluctuation observée au cours des douze derniers mois, après sa baisse de 10 % au premier semestre 2025 consécutive à l'investiture de Donald Trump en janvier 2025. Nous maintenons un objectif de 1,20 dollar pour un euro à horizon douze mois, ce qui représente un potentiel d'appréciation d'environ 6 % pour la monnaie unique. Ce scénario repose sur plusieurs hypothèses : un apaisement des anticipations de hausse des taux de la Fed grâce au recul des prix de l'énergie, un ralentissement de la croissance américaine et une modération des flux d'investissements étrangers vers les États-Unis. Cette analyse est en ligne avec nos perspectives haussières pour l'or. Nous visons un cours de 5 500 USD l'once dans douze mois, contre environ 4 000 USD actuellement. La récente correction de près de 25 % du métal jaune a en partie été provoquée par la vigueur du dollar et par la remontée des anticipations de taux d'intérêt américains.

LES PRIX DU PÉTROLE BRUT RETROUVENT LEURS NIVEAUX D'AVANT-CONFLIT



Source : Bloomberg, BNP Paribas

LE DOLLAR ÉVOLUE TOUJOURS DANS LA MÊME FOURCHETTE QU'AU COURS DES DOUZE DERNIERS MOIS



Source : Bloomberg, BNP Paribas



## Résumé de nos principales recommandations, par classe d'actifs

	Recom actuel	Prior Recom	Segments	Nous surpondérons	Nous sous-pondérons	Commentaires
ACTIONS	=	=	Marchés	Brésil, Mexique, Japon		<b>Neutre sur les actions</b> : bien que nous soyons devenus plus constructifs sur les actions après l'apaisement des tensions au Moyen-Orient, la trajectoire haussière attendue pourrait ne pas être linéaire. En particulier, des taux plus élevés pourraient entraîner des frictions en cours de route.
			Sectors	Global Health Care, Industrials and Mining, EU Utilities, EU Banks	Produits de consommation de base	<b>Industrie</b> : réindustrialisation, relocalisations, défense, IA et infrastructures soutiennent les perspectives malgré le poids de coûts énergétiques plus élevés. <b>Le secteur de la santé</b> conserve des valorisations attractives. Les perspectives restent soutenues par l'arrivée de nouveaux traitements prometteurs, les gains de productivité attendus de l'intelligence artificielle et l'accélération des opérations de fusions-acquisitions.
			Styles/ Themes	Métaux et mines, électrification, électronique de défense SMID rentable aux États-Unis		Actions liées aux matières premières
OBLIGATIONS	=	+/-	Govies			Neutre sur les obligations souveraines « core » de la zone euro, en privilégiant les échéances comprises entre 7 et 10 ans. Nous restons également neutres sur les bons du Trésor américain, avec une préférence pour les maturités d'environ 5 ans. À horizon douze mois, nous visons un rendement de 4,50 % pour le Treasury américain à 10 ans, de 2,75 % pour le Bund allemand à 10 ans et de 4,30 % pour le Gilt britannique à 10 ans.
			Credit	Euro IG et UK IG		Nous privilégions les obligations d'entreprise Investment Grade libellées en euros et en livres sterling (opinion Positive) par rapport aux obligations Investment Grade en dollars américains (opinion Neutre), en raison de dynamiques d'offre plus favorables et de niveaux de spreads plus attractifs. Nous recommandons de mettre l'accent sur les émetteurs de qualité.
			EM bonds			Les banques centrales des marchés émergents disposent de moins de marge pour baisser leurs taux, tandis que le potentiel de repli du dollar apparaît plus limité. Nous conservons une opinion Neutre sur les obligations émergentes, tant en devises locales qu'en devises fortes.
CASH	=	=				La BCE devrait maintenir son taux de dépôt à 2,25 % jusqu'à la fin de l'année, tandis que la Fed pourrait procéder à une hausse en décembre, portant le taux des Fed Funds à 4,0 %.
MATIÈRES PREMIÈRES	+/-	+/-		Copper (+) Gold (+)		<b>Pétrole (-)</b> : opinion Négative. Nous anticipons un cours compris entre 60 et 70 USD le baril à 12 mois, dans un contexte de retour probable à une situation de surproduction mondiale et de discipline moins stricte de l'OPEP. <b>Métaux de base (+)</b> : les perspectives demeurent favorables, soutenues par la hausse de la demande industrielle et des contraintes persistantes sur l'offre. <b>Or (+)</b> : la récente correction renforce le potentiel de hausse du métal jaune. Notre objectif à 12 mois est de 5 500 USD l'once. <b>Argent (+)</b> : nous maintenons également une opinion Positive, avec un objectif de 90 USD l'once à 12 mois.
DEVICES			EUR/USD			Devises : objectif EUR/USD à 1,20 (pour un euro).
REAL ESTATE	=	=		Résidentiel, santé, logistique/entrepôts		Après l'ajustement des valeurs nettes d'inventaire (NAV) observé entre 2022 et 2024, nous anticipons une amélioration graduelle des valorisations, susceptible de soutenir la performance de l'immobilier non coté au cours des prochains trimestres.
UCITS ALTERNATIFS				Global Macro, Long-Short Equity, Event Driven		Le regain des volumes de transactions devrait enrichir l'univers d'opportunités pour les stratégies Event-Driven, notamment l'arbitrage de fusions-acquisitions.
INFRA STRUCTURE	+	+		Énergie, transport, eau		Nous conservons une opinion Positive sur les infrastructures cotées et non cotées, dont les perspectives de rendement à long terme demeurent attractives, soutenues par des années de sous-investissement et par l'ampleur des besoins de financement dans les infrastructures de demain.



## Tableaux de prévision économique et de change

BNP Paribas Forecasts			
GDP Growth%	2025	2026	2027
United States	2.1	2.3	2.4
Japan	1.1	0.8	1.1
UK	1.4	1.0	1.2
Switzerland	1.4	0.8	1.3
<b>Eurozone</b>	<b>1.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.6</b>
Germany	0.3	0.8	1.1
France	0.9	0.8	1.1
Italy	0.7	0.8	0.8
<b>Emerging</b>			
China	5.0	4.6	4.5
India*	7.7	3.7	6.8
Brazil	2.3	2.3	1.4

\* Fiscal year  
Source : BNP Paribas - 29.06.2026

BNP Paribas Forecasts			
CPI Inflation%	2025	2026	2027
United States	2.7	3.7	2.8
Japan	3.1	2.1	2.1
UK	3.4	3.2	3.1
Switzerland	0.2	0.5	0.5
<b>Eurozone</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>
Germany	2.2	2.3	1.9
France	1.0	2.2	1.6
Italy	1.7	2.8	1.5
<b>Emerging</b>			
China	0.0	1.3	1.6
India*	2.1	5.1	4.3
Brazil	5.0	4.7	5.1

\* Fiscal year  
Source : BNP Paribas - 29.06.2026

	Country	Spot 28/06/2026	Target 3 months	Target 12 months
Against euro	United States	EUR / USD 1.14	1.14	1.20
	United Kingdom	EUR / GBP 0.86	0.87	0.87
	Switzerland	EUR / CHF 0.92	0.92	0.92
	Japan	EUR / JPY 184	180	186
	Sweden	EUR / SEK 11.08	10.80	10.60
	Norway	EUR / NOK 11.31	10.80	10.75
Against dollar	Japan	USD / JPY 162	158	155
	Canada	USD / CAD 1.42	1.38	1.35
	Australia	AUD / USD 0.69	0.73	0.71
	New Zealand	NZD / USD 0.56	0.60	0.60
	Brazil	USD / BRL 5.17	5.30	5
	India	USD / INR 94.39	95	95
	China	USD / CNY 6.80	6.80	6.80

Source : BNP Paribas, Refinitiv Datastream. Au 29 juin 2026

## L'ÉQUIPE DE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

## FRANCE

**Edmund SHING**

Global Chief Investment Officer

**Hiba MOUALLEM**

Investment Strategist

**Isabelle ENOS**

Senior Investment Advisor

**Charles GIROT**

Senior Investment Advisor

## ITALIE

**Luca IANDIMARINO**

Chief Investment Advisor

## BELGIQUE

**Philippe GIJSELS**

Chief Investment Advisor

**Alain GERARD**

Senior Investment Advisor, Equities

**Patrick CASSELMAN**

Senior Investment Advisor, Commodities

## ALLEMAGNE

**Stephan KEMPER**

Chief Investment Strategist

## LUXEMBOURG

**Guy ERTZ**

Deputy Global Chief Investment Officer

**Gurminder SINGH**

Investment Strategist, Forex

## ASIE

**Prashant BHAYANI**

Chief Investment Officer, Asia

**Grace TAM**

Chief Investment Strategist

**Dannel LOW**

Investment Services Analyst



# 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 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**