

Focus Stratégie d'investissement

Les obligations en zone d'achat

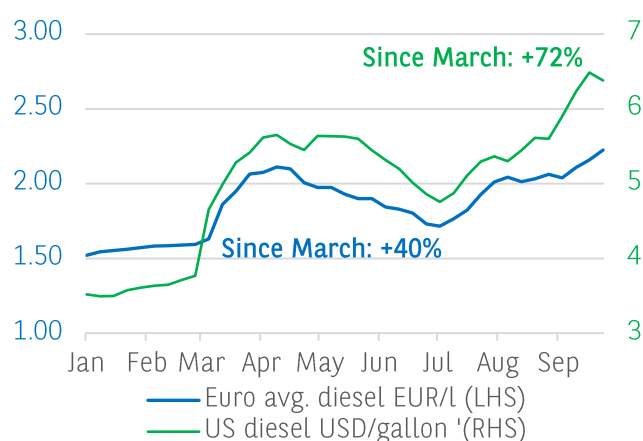
Résumé

- 1. Une opportunité sur le crédit européen** - Depuis la mi-août, les spreads de crédit Investment Grade américains se sont resserrés, tandis que ceux de la zone euro se sont élargis. Avec la remontée des rendements souverains, les rendements du crédit Investment Grade européen retrouvent leurs plus hauts niveaux depuis près de trois ans. Nous restons positifs sur cette classe d'actifs, les obligations BBB offrant désormais un rendement de 4,4 %, soit 1,2 % de plus qu'en février.
- 2. Le diesel et le gaz naturel au cœur de l'équation des banques centrales** - Plus que le prix du pétrole brut, ce sont désormais les marges de raffinage record qui alimentent l'inflation, rendant les banques centrales particulièrement sensibles à l'évolution de la situation dans le Golfe. Une augmentation des exportations énergétiques de la région pourrait faire baisser les prix du diesel et du gaz naturel, contribuant ainsi à apaiser les pressions inflationnistes.
- 3. Les marchés obligataires anticipent probablement trop de hausses de taux** - Au cours du dernier mois, le rendement du Treasury américain à 2 ans a progressé de 0,75 % et celui du Bund allemand à 2 ans de 0,5 %. Ces niveaux intègrent l'équivalent de plus de trois hausses de taux supplémentaires d'ici mi-2027, ce qui nous paraît excessif. Nous privilégions les obligations de courte maturité comme alternative aux liquidités.
- 4. Une remontée graduelle des taux n'empêche pas la hausse des marchés actions** - Historiquement, les actions américaines ont souvent progressé lors des cycles de relèvement des taux de la Fed. Tout dépend toutefois du rythme et de l'ampleur du resserrement monétaire : les cycles rapides et prolongés ont généralement conduit à des récessions et à des marchés baissiers. À l'inverse, nous anticipons un cycle plus graduel et modéré, susceptible de prolonger le marché haussier actuel.
- 5. Nous relevons les actions américaines à Surpondérer et les actions européennes à Sous-pondérer, tout en maintenant une opinion positive sur les actions mondiales.** La dynamique des bénéfices du secteur technologique devrait continuer de soutenir les marchés, en particulier aux États-Unis et dans les marchés émergents. L'Europe reste quant à elle pénalisée par la hausse des prix de l'énergie et les préoccupations liées à la dette souveraine.

Sommaire

Perspectives macro et de marché	2
Actualisation des taux directeurs et des rendements obligataires	3
Des rendements obligataires enfin de retour	4
Sommes-nous au pic des tensions énergétiques ?	5
Jusqu'à où la croissance peut-elle encore surprendre ?	6
Les bonnes nouvelles économiques deviennent-elles un risque pour les marchés d'actions ?	7
Nous relevons les États-Unis à Surpondérer et abaïssons l'Europe à Sous-pondérer	8
L'IA est-elle dans une bulle ? Faut-il vendre maintenant ?	9
Nos principales recommandations	10
Tableaux économiques	11
Avertissement	12

LES PRIX DU DIESEL S'ENVOLENT DEPUIS JUILLET SUR FOND DE CAPACITÉS DE RAFFINAGE LIMITÉES



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

Edmund Shing, PhD

Global CIO

BNP Paribas Wealth Management



La banque
d'un monde
qui change



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

Perspectives macro et de marché

	Macro		- L'expansion économique mondiale reste solide, portée par la résilience de la consommation des ménages, l'amélioration du climat des affaires et l'essor des investissements liés à l'intelligence artificielle. - En l'absence d'un catalyseur clair susceptible d'apaiser le conflit, la hausse des coûts de l'énergie devrait continuer d'alimenter les pressions inflationnistes à court terme. Toutefois, elle ne devrait pas remettre en cause la résilience globale de la croissance mondiale.
	Obligations	+/=	- Opinion Positive sur les obligations souveraines « core » de la zone euro (préférence pour les maturités de 7 à 10 ans), Neutre sur les Treasuries américains ; préférence pour les maturités plus courtes (environ 5 ans). - Opinion Positive sur les Gilts britanniques (objectif de rendement à 12 mois de 4,65 %). - La BCE devrait relever une dernière fois son taux de dépôt en décembre pour le porter à 2,75 %. La Réserve fédérale américaine (Fed) devrait relever ses taux en décembre puis en janvier, afin d'atteindre un taux directeur (Fed Funds) de 4,5 %. - Nous anticipons un rendement du Treasury américain à 2 ans de 4,35 % à horizon 12 mois et un rendement du Treasury à 10 ans de 4,75 %. - Notre nouvel objectif à 12 mois pour le rendement du Bund allemand à 10 ans est de 3,0 %.
	Crédit	+	- Nous privilégions les obligations Investment Grade libellées en euros et en livres sterling (opinion Positive) par rapport aux obligations Investment Grade en dollars américains (opinion Neutre), compte tenu de la dynamique de l'offre et de la demande ainsi que du niveau des rendements et des spreads. Nous privilégions les émetteurs de qualité. - Opinion Neutre sur le crédit High Yield américain. Les spreads sont revenus à des niveaux proches de leurs plus bas historiques alors même que les incertitudes demeurent élevées. Ils n'offrent plus une rémunération suffisante au regard des risques sous-jacents.
	Actions	+	- Opinion positive sur les actions : nous restons positifs sur les marchés actions compte tenu de la résilience de l'économie mondiale jusqu'à présent. - Préférence pour le Japon et les marchés émergents, avec un biais en faveur de l'Asie du Nord-Est (actions chinoises de catégorie A, Corée du Sud et Taiwan) ainsi que de l'Amérique latine (Brésil et Mexique). - Nous relevons notre opinion sur les États-Unis à Surpondérer et abaissons notre opinion sur l'Europe à Sous-pondérer. - Opinion positive sur les secteurs de la santé, de l'industrie et des matières premières minières, ainsi que sur les services aux collectivités européens. - Relèvement du secteur technologique aux États-Unis et en Europe à Surpondérer. - Abaissement des banques européennes à Neutre.
	Immobilier	=	- Les fonds immobiliers non cotés européens suivis par INREV continuent d'enregistrer une progression régulière de leur valeur nette d'inventaire, offrant un rendement moyen de 0,9 % au deuxième trimestre 2026, après 1,3 % au premier trimestre. - Préférence pour les actifs industriels et logistiques, qui bénéficient de rendements attractifs, de perspectives de croissance des loyers plus élevées et d'une demande sous-jacente solide.
	Matières premières	+/-	- Métaux précieux : nous conservons une opinion Positive. Notre objectif de cours à 12 mois est de 5 000 USD l'once pour l'or et de 80 USD l'once pour l'argent. - Opinion Positive sur les métaux industriels stratégiques, tels que le cuivre, l'aluminium et l'étain. - Opinion Négative sur le pétrole, avec un objectif de prix à 12 mois pour le Brent de 65 USD le baril.
	UCITS alternatifs / Actifs privés		- Opinion Positive sur les stratégies Macro. Nous apprécions également les stratégies Event-Driven, en particulier les stratégies d'arbitrage sur opérations de fusion-acquisition (M&A arbitrage). - Opinion Positive sur les infrastructures, soutenues par une croissance structurelle à moyen terme, portée par les dépenses publiques et la demande croissante des marchés émergents.
	Devises		- Le renforcement à court terme du dollar américain dans l'environnement actuel d'aversion au risque ne devrait pas perdurer à long terme, compte tenu de l'augmentation des dépenses publiques américaines, qui creuse le déficit budgétaire des États-Unis, ainsi que de la poursuite progressive du mouvement de dédollarisation. - Objectif EUR/USD à 12 mois : 1,20 USD pour 1 EUR.



Actualisation des taux directeurs et des rendements obligataires

Guy Ertz, PhD

La pression sur les banques centrales s'intensifie

Lors de la réunion de septembre, Kevin Warsh a jugé la politique monétaire encore trop accommodante face à une inflation persistante, rappelant aux marchés que les facteurs à l'origine de la hausse des rendements obligataires de long terme restaient à l'œuvre. Dans ce contexte, les prix du pétrole et les rendements souverains ont poursuivi leur progression. **Nous avons donc revu nos anticipations et intégrons désormais une hausse supplémentaire des taux de la Réserve fédérale, avec des relèvements attendus en décembre puis en janvier.** Ceux-ci effaceraient l'essentiel des baisses de taux engagées en 2025 et ramèneraient la politique monétaire réelle à un niveau quasiment neutre. Dans notre scénario central, la Fed procéderait à une hausse destinée à maintenir un taux de chômage stable avant de suspendre son cycle. À nos yeux, les marchés surestiment toutefois l'ampleur du resserrement à venir, en intégrant près de quatre hausses supplémentaires sur les douze prochains mois.

Compte tenu du ton adopté par la BCE lors de sa réunion de septembre, nous restons convaincus que le cycle de resserrement monétaire n'est pas terminé. **Nous anticipons désormais une nouvelle hausse de taux en décembre**, suivie d'une longue phase de statu quo en territoire modérément restrictif tout au long de 2027. Malgré la résilience de l'économie, l'inflation demeure supérieure à l'objectif de la banque centrale, avec une inflation globale de 3,8 % et une inflation sous-jacente de 2,5 %. Si les données salariales ne montrent pas encore clairement les effets de second tour redoutés par la BCE, la poursuite des tensions sur les prix du pétrole et du gaz, en partie liées aux difficultés du secteur du raffinage, constitue un indicateur de plus en plus important et défavorable pour les scénarios de la BCE. Les anticipations de marché apparaissent, comme aux États-Unis, particulièrement agressives. **Nous prévoyons également que la Banque d'Angleterre procédera à une unique hausse de précaution de 25 points de base le 5 novembre, portant son taux directeur à 4,00 %.** Concernant la Banque du Japon, nous anticipons de nouvelles hausses de taux à 1,5 % en décembre 2026 puis à 1,75 % en mars 2027, avant une remontée graduelle vers un taux terminal de 2,5 % à horizon 2028.

Des objectifs de rendement encore relevés

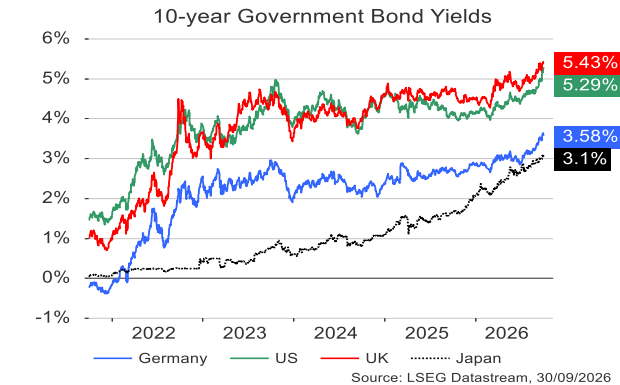
La hausse des rendements obligataires s'est accélérée ces dernières semaines, portée par une activité plus résiliente qu'attendu, confirmée par la bonne tenue du PMI composite préliminaire de septembre, et malgré le rebond des prix du pétrole et du gaz. Le principal moteur des rendements américains reste le rendement réel, qui reflète probablement des anticipations accrues de demande de capitaux dans les années à venir. L'augmentation de la prime de terme, dans un contexte de déficits budgétaires et d'endettement croissants, a également contribué à ce mouvement, tandis que les anticipations d'inflation de long terme demeurent stables autour de 2,25 %. Si nous estimons que les rendements américains restent supérieurs à leur juste valeur et que la prime de terme s'est repliée depuis son pic de fin août, **nous relevons notre objectif à douze mois sur le Treasury à 10 ans de 4,50 % à 4,75 %.** Les investisseurs doivent toutefois rester prudents : une remontée vers 5,50 % constituerait selon nous un point d'entrée plus attractif. Nous demeurons en effet réservés quant aux récentes révisions à la hausse du taux d'intérêt naturel attribuées à l'essor de l'intelligence artificielle. En zone euro, le rendement du Bund allemand à 10 ans a également fortement progressé depuis début juillet, dans des proportions comparables à celles observées aux États-Unis. Ce mouvement reflète les mêmes facteurs fondamentaux, notamment la dynamique de la dette et des déficits publics. **Nous relevons ainsi notre objectif à douze mois de 2,75 % à 3,00 %**, tout en estimant que le potentiel de hausse supplémentaire est désormais limité. Nous conservons une opinion positive sur les obligations souveraines cœur de la zone euro. Une dynamique similaire est à l'œuvre au Royaume-Uni, où nous relevons notre objectif à douze mois sur les emprunts d'État de 4,40 % à 4,65 %. Bien que les rendements restent supérieurs à nos estimations de juste valeur à long terme, nous sommes de plus en plus confiants dans la capacité des autorités à stabiliser la trajectoire de la dette publique. Nous relevons ainsi notre opinion sur les obligations souveraines britanniques à Positive.

NOUVELLES PERSPECTIVES POUR LES BANQUES CENTRALES

Banques centrales	Objectif précédent de 12 mois	Nouvel objectif sur 12 mois	Prévisions du marché sur 12 mois*
Fed	4,25	4,50	4,70
ECB	2,50	2,75	3,15
BoE	3,75	3,75	4,68
Banque du Japon	1,75	1,75	2,00

Source : Bloomberg, BNP Paribas

RENDEMENTS OBLIGATAIRES EN HAUSSE



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Des rendements obligataires enfin de retour

Des rendements attractifs sans prise de risque excessive

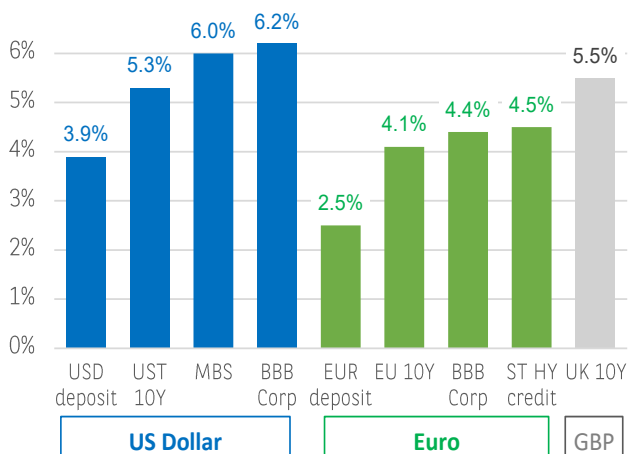
Après une décennie de rendements anémiques sur les marchés monétaires et obligataires (2011-2022), la remontée des taux engagée depuis 2022 a profondément rebattu les cartes du marché obligataire. Les investisseurs peuvent désormais accéder à des niveaux de revenu attractifs sans nécessairement s'exposer aux segments les plus risqués.

Aux États-Unis, les Treasuries à 10 ans offrent désormais un rendement de 5,3 %, tandis que les titres adossés à des créances hypothécaires rapportent environ 6 %. Le crédit Investment Grade noté BBB affiche pour sa part un rendement proche de 6,2 %. Pour ceux qui recherchent une protection contre l'inflation, un rendement réel de 2,7 % est possible via les obligations du Trésor à 5 ans indexées à l'inflation.

Certes, le haut rendement et la dette privée continuent d'offrir les coupons les plus élevés. Mais pour un investisseur visant un objectif de performance de long terme équivalant à l'inflation majorée de 2 %, l'univers obligataire propose aujourd'hui un large éventail de solutions sans nécessiter une prise de risque significativement plus élevée.

Pour les investisseurs basés en euro, les rendements sont un peu moins généreux mais demeurent attractifs. Les obligations souveraines à 10 ans offrent plus de 4 %, le crédit Investment Grade BBB environ 4,4 % (échéance moyenne de 5 ans) et le segment du haut rendement à court terme près de 4,5 %. Les investisseurs disposés à accepter un risque de change peuvent également trouver des opportunités au Royaume-Uni, où les gilts rapportent autour de 5,1 % et le crédit Investment Grade 6,1 %. La dette privée européenne peut encore renforcer le potentiel de rendement d'un portefeuille. Mais compte tenu des niveaux actuellement disponibles sur les marchés cotés, elle ne nous paraît pas indispensable pour atteindre un objectif de long terme de type inflation + 2 %.

LES INVESTISSEURS EN QUÊTE DE REVENUS DISPOSENT D'UN LARGE ÉVENTAIL D'OPPORTUNITÉS DANS L'UNIVERS OBLIGATAIRE



Source : Bloomberg, BNP Paribas

L'élargissement des spreads européens crée des opportunités

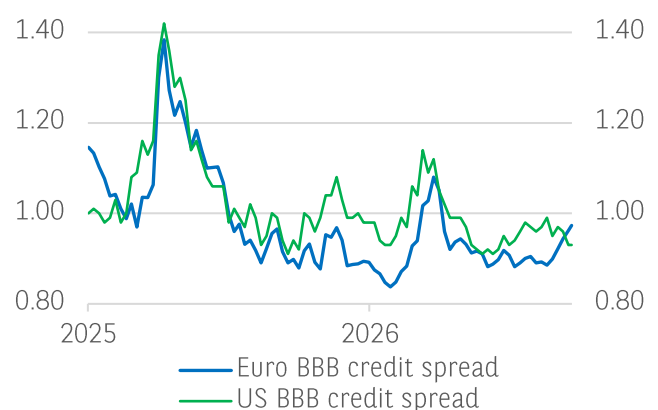
Depuis la mi-août, les marchés du crédit ont suivi des trajectoires divergentes de part et d'autre de l'Atlantique. Alors que les spreads du crédit Investment Grade se sont resserrés aux États-Unis, ils se sont élargis en Europe. Cette divergence s'explique en grande partie par l'intensification des émissions obligataires du secteur technologique américain, les grands groupes multipliant les levées de fonds pour financer leurs investissements dans l'intelligence artificielle.

Malgré des volumes d'émission attendus entre 279 et 350 milliards de dollars prévus par les entreprises technologiques cette année, les spreads du crédit technologique Investment Grade se sont contractés de 1,4 % fin juillet à 1,25 % fin septembre, réduisant leur écart avec les autres secteurs.

En Europe, la remontée des rendements souverains a porté les rendements absolus du crédit Investment Grade à leur plus haut niveau depuis près de trois ans, soit 0,6 % de plus que leur moyenne de 3,8 % observée entre 2023 et 2026. Cette hausse intervient dans un environnement qui reste favorable aux entreprises, caractérisé par des marges solides, des flux de capitaux soutenus et des bilans globalement robustes au regard des standards historiques.

D'un point de vue du risque, l'univers européen du crédit Investment Grade a été très résilient, avec un taux de défaut annuel inférieur à 0,3 % la plupart du temps depuis 2010, hormis lors du choc de 2020 pendant la pandémie de Covid où il est légèrement passé à 0,4 % à 0,6 %. Même durant cette période, les taux de recouvrement ont généralement évolué entre 50 % et 60 %, limitant les pertes effectives pour les investisseurs. Dans ce contexte, nous maintenons une opinion Positive sur le crédit Investment Grade européen. Les obligations notées BBB offrent désormais un rendement de 4,4 %, soit 1,2 % de plus qu'en février.

LES SPREADS BBB AMÉRICAINS SE RESSERRENT TANDIS QUE LES SPREADS DE CRÉDIT EUROPÉENS S'ÉLARGISSENT



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Sommes-nous au pic des tensions énergétiques ?

Le véritable problème : les produits raffinés

Le recul du Brent autour du seuil des 100 dollars le baril n'offre qu'un répit limité aux consommateurs européens et américains. En réalité, l'économie dépend davantage des produits raffinés, comme le diesel ou l'essence, que du pétrole brut lui-même. Or, en Europe, les marges de raffinage du diesel ont atteint un niveau record de 85 dollars par baril au-dessus du Brent, portant son coût implicite à près de 185 dollars le baril.

La facture s'est envolée pour les consommateurs : le prix du diesel a bondi de 42 % le litre en Europe depuis le début de l'année, tandis que les transporteurs américains paient 85 % de plus le gallon qu'en janvier. Faute de capacités de raffinage suffisantes à l'échelle mondiale, la hausse des prix à la pompe ne montre aucun signe d'essoufflement. Sans surprise, l'énergie demeure le principal moteur de l'inflation, avec une progression de 14 % sur un an en Europe et de 17 % aux États-Unis en août.

Si la situation reste tendue, plusieurs indicateurs laissent penser que le pic des tensions énergétiques a peut-être été atteint. Les flux pétroliers transitant par le détroit d'Ormuz ont rebondi pour atteindre jusqu'à 18 millions de barils par jour. Ce volume reste inférieur aux 20 millions de barils exportés quotidiennement avant le conflit, mais il dépasse largement les attentes.

Par ailleurs, la hausse des prix a freiné la demande. Selon l'Agence internationale de l'énergie, la consommation mondiale de pétrole devrait reculer de 2,5 millions de barils par jour en 2026, soit environ 2,5 % de la demande mondiale enregistrée en 2025.

Les actions pétrolières et gazières perdent de leur élan

Après avoir progressé de près de 40 % depuis le début de l'année, en Europe comme aux États-Unis, les valeurs énergétiques entrent dans une phase de consolidation.

Les investisseurs commencent à intégrer des perspectives moins favorables pour le secteur, en particulier pour les sociétés de raffinage, dont les cours ont bondi de 72 % depuis janvier. Cette inflexion suggère que les conditions d'exploitation les plus favorables pour les compagnies énergétiques pourraient désormais être derrière nous.

Rotation sectorielle : la technologie reprend le leadership

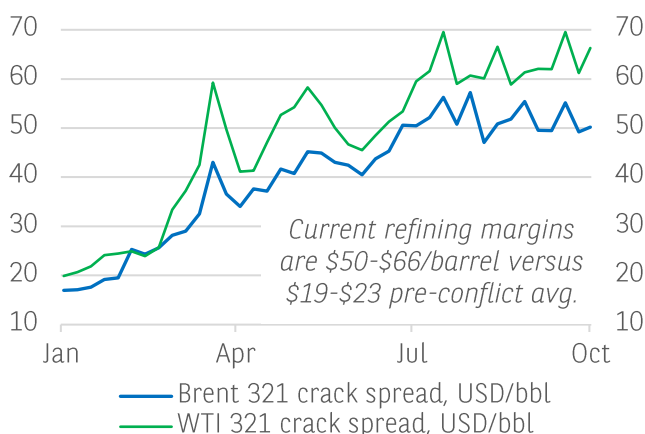
Depuis la mi-septembre, le leadership boursier est repassé de l'énergie à la technologie. Les « Magnificent 7 » et les producteurs de puces mémoire retrouvent les faveurs des investisseurs à mesure que le thème de l'intelligence artificielle regagne en vigueur. Cette rotation sectorielle a notamment permis au Nasdaq Composite d'inscrire un nouveau record historique à la fin du mois de septembre.

Les anticipations de hausses de taux sont-elles excessives ?

Une détente des prix de l'énergie réduirait la pression sur les banques centrales pour poursuivre leurs hausses de taux, après les relèvements décidés en septembre par la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon. Actuellement, les marchés continuent d'intégrer plus de trois hausses supplémentaires de la Fed et de la BCE d'ici mi-2027, une trajectoire qui nous paraît excessive au regard de l'évolution attendue de l'inflation sous-jacente.

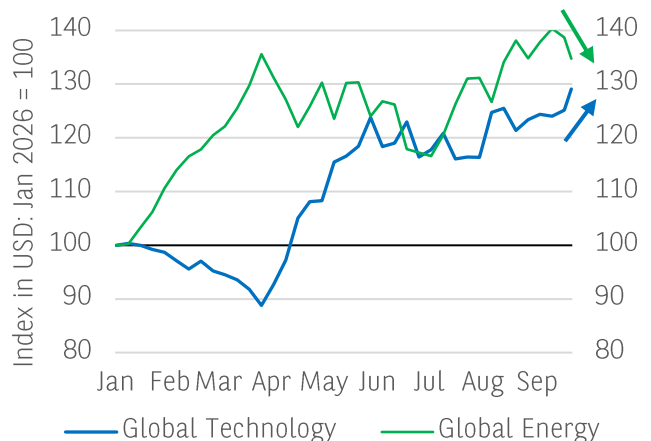
La confirmation d'un pic des prix de l'énergie passera selon nous par un recul des cours du pétrole et du gaz naturel, accompagné d'une détente des rendements obligataires à court terme.

DES MARGES DE RAFFINAGE À DES NIVEAUX RECORD, FAUTE DE CAPACITÉS SUFFISANTES



Source : Bloomberg, BNP Paribas

LE LEADERSHIP DE MARCHÉ BASCULE DE L'ÉNERGIE VERS LA TECHNOLOGIE



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Jusqu'où la croissance peut-elle encore surprendre ?

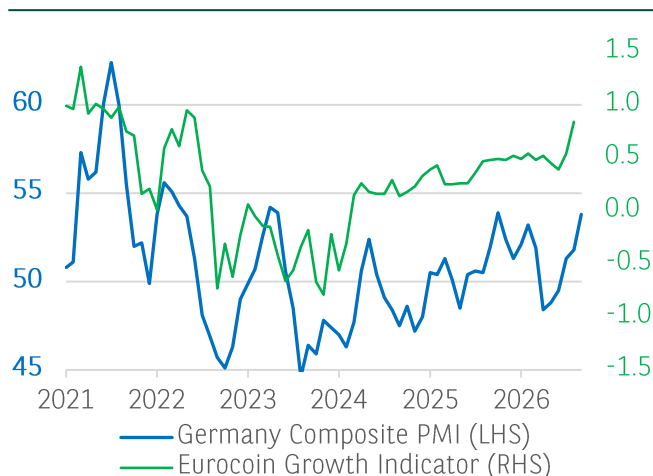
Une croissance mondiale plus robuste que prévu

Au cours de l'année écoulée, l'économie mondiale a été confrontée à une succession de chocs : conflits géopolitiques, relèvement des droits de douane américains et flambée des prix de l'énergie. Dans le même temps, la hausse des taux d'intérêt, à court comme à long terme, a considérablement renchéri le coût du financement pour les États et les entreprises.

Pourtant, l'activité continue de faire preuve d'une résilience remarquable aux États-Unis, en Europe et en Asie. Outre-Atlantique, les estimations de croissance du PIB au troisième trimestre oscillent entre 3,1 % (Fed de Saint Louis) et 5,1 % (Fed d'Atlanta), portées notamment par les investissements technologiques. En zone euro, l'activité a accéléré au cours des mois d'août et de septembre, comme en témoignent l'indicateur Eurocoin et les enquêtes PMI. Plus surprenant encore, malgré le pessimisme qui entoure l'économie allemande et son industrie automobile, les indices PMI allemands se sont nettement redressés et évoluent désormais en territoire d'expansion, bien au-dessus du seuil des 50 points.

Cette résistance de la croissance est encourageante. Mais avec des prix de l'énergie toujours élevés et des banques centrales qui poursuivent leur resserrement monétaire, combien de temps cette dynamique peut-elle durer ? À nos yeux, la réponse dépend largement de l'évolution des prix de l'énergie. Pour que l'activité reste robuste malgré le ralentissement attendu des secteurs sensibles aux taux, comme le logement résidentiel, les prix du diesel et du gaz naturel devront se détendre. En d'autres termes, la poursuite de la croissance mondiale passe probablement par une augmentation supplémentaire des exportations énergétiques en provenance des pays du Golfe.

L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE DE LA ZONE EURO
REPREND, L'ALLEMAGNE SE RELÈVE
EN SEPTEMBRE



L'investissement énergétique prend le relais

Jusqu'à présent, les investissements liés à l'intelligence artificielle ont constitué le principal moteur de la croissance américaine. Mais la persistance de prix élevés de l'énergie est en train d'élargir ce cycle d'investissement à l'ensemble du secteur énergétique. Face à des prix durablement élevés, les compagnies pétrolières et gazières accélèrent leurs dépenses dans les projets offshore à travers le monde. Aux États-Unis, cette dynamique répond également à un impératif stratégique : préserver l'indépendance énergétique. Aujourd'hui, 86 % de la demande américaine de pétrole et de gaz est couverte par la production des États-Unis et du Canada, ce qui suppose de continuer à développer l'offre pour répondre à une demande toujours soutenue.

Selon l'Agence internationale de l'énergie, les investissements mondiaux dans l'énergie devraient progresser de 5 % en 2025 pour atteindre 3 400 milliards de dollars en 2026. Près des deux tiers de ces dépenses seraient consacrés aux énergies bas carbone et aux infrastructures associées, contre un tiers pour les énergies fossiles. Toutefois, dans un contexte de prix de l'énergie durablement élevés, ces prévisions pourraient s'avérer trop prudentes. Les investissements pourraient dépasser les attentes, aussi bien dans les énergies fossiles que dans les renouvelables et les infrastructures de stockage.

Plus largement, ce cycle économique reste avant tout porté par l'investissement des entreprises plutôt que par la consommation des ménages. Cette dernière pourrait néanmoins surprendre positivement dans les prochains mois si les prix à la pompe amorçaient un recul significatif, contribuant ainsi à une détente de l'inflation globale.

PRÈS DE 50 % DE L'INVESTISSEMENT MONDIAL
DANS L'ÉNERGIE DEPUIS 2020



Les bonnes nouvelles économiques deviennent-elles un risque pour les marchés actions ?

Une économie américaine trop vigoureuse ?

La forte remontée du rendement du Treasury américain à 10 ans au-dessus de 5 % fin septembre a été déclenchée par un indicateur économique nettement supérieur aux attentes. L'indice PMI composite S&P Global des États-Unis est ressorti à 58,4 en septembre, contre 55,2 attendu, porté notamment par un rebond marqué de l'activité manufacturière. Il s'agit de la meilleure performance depuis plus de cinq ans, un signal qui a ravivé les inquiétudes d'un marché obligataire déjà fragilisé par les récents relèvements de taux des banques centrales.

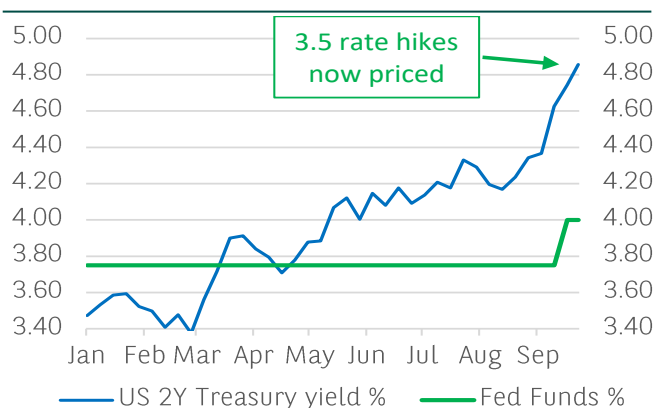
La logique est simple : une croissance économique plus vigoureuse tend à alimenter les pressions inflationnistes, ce qui augmente la probabilité de nouvelles hausses de taux de la Réserve fédérale.

Cette remontée des rendements, avec un Treasury à 10 ans atteignant 5,3 %, a pesé sur les marchés actions mondiaux, en particulier sur les segments les plus sensibles aux taux d'intérêt. Les petites capitalisations américaines, les foncières cotées (REITs) et les valeurs de services aux collectivités ont ainsi été parmi les plus pénalisées.

Le marché obligataire a-t-il trop réagi ?

Le marché obligataire américain traverse une phase de forte tension. Le taux réel à 10 ans a récemment atteint 2,9 %, un niveau inédit depuis 2002, hors un bref épisode observé durant la crise financière de 2008. Depuis le début du mois de mars, il a progressé de 1,2 %, illustrant l'ampleur du mouvement de remontée des rendements. Le sentiment des investisseurs à l'égard des obligations souveraines de long terme s'est fortement détérioré. L'ETF répliquant les Treasuries américains de longue maturité a ainsi perdu près de 15 % depuis mars. Pour autant, cette correction semble davantage traduire une réaction excessive aux récentes données d'enquête qu'un changement de régime économique ou monétaire. Si les marchés ont tendance à amplifier les mouvements à court terme, les niveaux actuels commencent à offrir des valorisations attractives, en particulier sur la partie courte de la courbe des taux américaine.

DEPUIS AOÛT, LES MARCHÉS ONT INTÉGRÉ PRÈS DE TROIS NOUVELLES HAUSSES DE TAUX DE LA FED



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

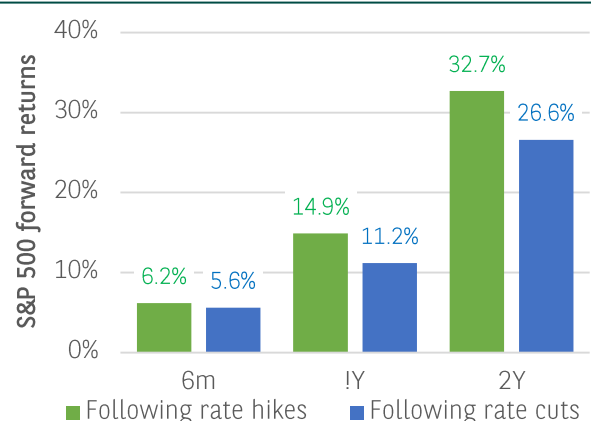
Les actions américaines préfèrent souvent les hausses de taux aux baisses

L'idée peut sembler contre-intuitive, mais l'histoire montre que les marchés actions ont souvent bien performé après une hausse de taux de la Réserve fédérale. Depuis 1982, le S&P 500 a enregistré un rendement moyen proche de 15 % dans les douze mois suivant une hausse de taux et de près de 33 % sur deux ans, soit davantage que les performances observées après les cycles de baisse des taux.

En réalité, les actions ne souffrent pas nécessairement de la remontée des taux d'intérêt. Ce que les marchés redoutent avant tout, ce sont les cycles de resserrement rapides et agressifs, lorsque la Fed relève ses taux réunion après réunion pendant une période prolongée. Le cycle de mars 2022 à juillet 2023, qui a vu le taux des Fed Funds passer de 0,25 % à 5,5 %, ou encore celui de 1994-1995, lorsque le taux de référence est passé de 3 % à 6 %, figurent parmi les exemples les plus marquants. À l'inverse, lors des phases de resserrement plus graduelles, comme en 1986-1987 ou entre 2015 et 2019, les marchés actions ont continué de progresser à mesure que les taux augmentaient, soutenus par une croissance économique toujours positive.

Nous considérons que l'environnement actuel s'apparente davantage à ce second scénario. Selon nous, la Fed devrait poursuivre ses relèvements de manière progressive, ce qui ne constitue pas une menace pour le marché haussier des actions. D'ailleurs, les projections des membres de la Réserve fédérale apparaissent nettement moins offensives que celles actuellement intégrées par les marchés monétaires. Alors que les contrats à terme sur le SOFR (Secured Overnight Financing Rate, considéré comme le taux d'intérêt moyen des emprunts garantis émis en dollars américains avec une échéance de 1 jour) anticipent environ 3,5 hausses supplémentaires, les responsables de la Fed envisagent un pic du cycle entre 4,25 % et 4,50 % à l'horizon mi-2027, ce qui correspondrait à seulement deux à trois relèvements additionnels au cours des neuf prochains mois. **Nous conservons ainsi une opinion Positive sur les actions mondiales.**

LES ACTIONS AMÉRICAINES ONT HISTORIQUEMENT MIEUX PERFORMÉ APRÈS UNE HAUSSE DE TAUX QU'APRÈS UNE BAISSSE



Source : Charlie Bilello, /Creative Planning. Note : pour 1982-2026

La banque
d'un monde
qui change

Nous relevons les États-Unis à Surpondérer et abaissons l'Europe à Sous-pondérer

Stephan Kemper

La croissance des bénéfices résiste à la remontée des taux

Les marchés actions mondiaux continuent de faire preuve d'une remarquable résilience malgré la remontée des rendements obligataires souverains. Si la hausse des taux d'actualisation pèse mécaniquement sur les valorisations, la vigueur de la croissance des bénéfices compense largement cet effet dans la plupart des grandes régions. Autrement dit, les bénéfices progressent plus rapidement que les taux sans risque. Dans le même temps, les entrées soutenues dans les ETF actions et la corrélation positive observée entre actions et obligations montrent qu'aucun mouvement massif de réallocation vers les marchés obligataires ne s'est encore matérialisé. Enfin, un facteur saisonnier historiquement défavorable est en train de devenir un soutien pour les marchés. Après les élections de mi-mandat américaines, les performances des actions ont généralement tendance à s'améliorer. Dans ce contexte, nous maintenons notre opinion positive sur les actions mondiales.

Les actions américaines relevées à Surpondérer

Nous relevons les actions américaines ainsi que le secteur technologique à Surpondérer, tout en réduisant les sous-pondérations existantes sur les grandes capitalisations. La dynamique bénéficiaire des entreprises américaines demeure particulièrement solide. À l'approche de la saison des résultats du troisième trimestre, le nombre de révisions haussières des prévisions atteint son deuxième plus haut niveau des quinze dernières années. Cette vigueur est largement alimentée par l'accélération des investissements dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle, désormais soutenue par une demande croissante des utilisateurs finaux. Le développement des modèles d'IA dits « agentiques » exige des capacités toujours plus importantes de calcul et de traitement des données, soutenant ainsi les dépenses d'investissement des entreprises comme des ménages. Dans ce contexte, nous ajustons également notre allocation au sein du marché américain en adoptant une opinion Neutre sur les petites

capitalisations par rapport aux grandes capitalisations et ne privilégions plus le S&P 500 équilibré par rapport à sa version pondérée par les capitalisations. Si les grandes entreprises américaines restent relativement protégées grâce à l'endettement à taux fixe de long terme contracté durant la période de taux bas, les petites capitalisations sont davantage exposées à la dette à taux variable. Elles subissent donc plus directement les effets d'un environnement de taux durablement élevés.

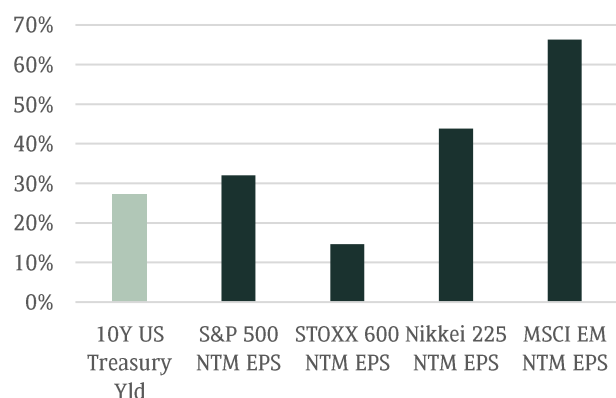
Les actions européennes abaissées à Sous-pondérer

Nous abaissons les actions européennes à Sous-pondérer, non par vision négative mais parce que l'Europe nous apparaît aujourd'hui comme le maillon faible parmi les grands marchés développés. La région reste confrontée à plusieurs vents contraires : prix de l'énergie élevés, demande intérieure peu dynamique, perturbations logistiques sur le Rhin et recul des commandes industrielles. L'élargissement des écarts de rendement entre les dettes souveraines périphériques et le Bund allemand pèse également sur le secteur financier. Par ailleurs, l'Europe ne bénéficie pas de l'exposition structurelle aux investissements dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle qui soutient d'autres marchés. Dans ce contexte, les faibles valorisations des actions européennes constituent davantage un soutien défensif qu'un véritable moteur de surperformance. Nous privilégions donc une approche sélective fondée sur le choix des entreprises plutôt qu'une exposition large aux indices.

Le Japon, un bénéficiaire clé du cycle de l'IA

Nous réaffirmons notre opinion Surpondérer sur les actions japonaises, avec une nette préférence pour le Nikkei 225. Le Japon offre une exposition privilégiée à plusieurs segments stratégiques de l'écosystème de l'intelligence artificielle, notamment la gestion thermique avancée, les interconnexions optiques, les matériaux spécialisés et la robotique industrielle, des maillons essentiels de la chaîne de valeur de l'IA qui placent les entreprises japonaises au cœur des investissements mondiaux liés à cette thématique.

LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES DÉPASSE LA HAUSSE DES TAUX SANS RISQUE

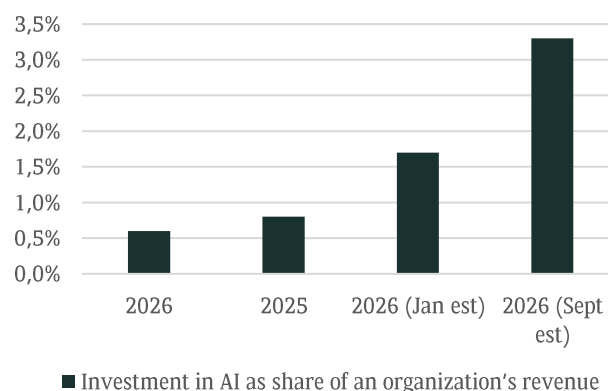


Source : BNP Paribas, Bloomberg.



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

LES INVESTISSEMENTS DES ENTREPRISES DANS L'IA ACCÉLÈRENT



Source : BNP Paribas, BCG.

La banque
d'un monde
qui change

L'IA est-elle dans une bulle ? Faut-il vendre maintenant ?

Les révolutions technologiques s'accompagnent souvent d'une phase d'euphorie

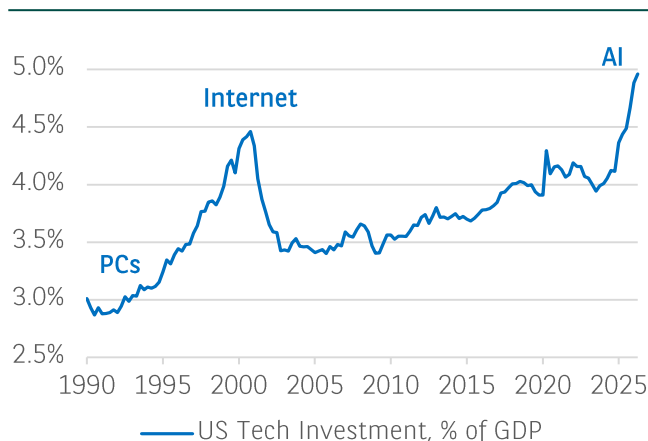
Des chemins de fer dans les années 1840 à la bulle Internet de la fin des années 1990, les grandes vagues d'innovation ont toutes été marquées par un certain excès d'investissement et une forte euphorie boursière, avant de laisser place à une correction des marchés et à un retour à des anticipations plus réalistes.

Ces grands cycles d'investissement technologique ont généralement duré entre quatre et six ans. Si l'on considère que le cycle de l'intelligence artificielle a débuté avec le lancement de ChatGPT en novembre 2022, nous approchons aujourd'hui du seuil des quatre ans. Au regard des précédents historiques, le boom de l'IA entre donc dans une phase plus mature.

À la mi-2026, les dépenses technologiques représentaient déjà 5 % du PIB américain, un niveau bien supérieur au pic de 3,3 % atteint lors du boom des ordinateurs personnels à la fin des années 1980 et au sommet de 4,5 % observé lors de la bulle Internet de l'an 2000. Cette comparaison mérite toutefois d'être nuancée. Avant même l'arrivée de ChatGPT, les dépenses technologiques atteignaient déjà 4,2 % du PIB, soutenues par les investissements informatiques massifs réalisés durant la pandémie avec l'essor du télétravail.

De ce fait, l'accélération des dépenses technologiques observée depuis 2022 reste plus modérée que lors des précédentes vagues d'innovation. De la fin des années 1980 à l'essor internet de 2000, elle a représenté environ 1,5 % du PIB. Au cours de ce cycle, les dépenses technologiques ont augmenté de 0,8 % entre 2022 et la mi-2026. Sous cet angle, l'investissement lié à l'intelligence artificielle devrait continuer à soutenir significativement la croissance américaine au-delà de 2027. Les géants américains du cloud prévoient d'ailleurs des dépenses d'investissement comprises entre 900 et 1 100 milliards de dollars en 2027, soit une progression de 20 % à 40 % par rapport à 2026.

LES INVESTISSEMENTS LIÉS À L'IA DÉPASSENT DÉJÀ CEUX OBSERVÉS LORS DE LA BULLE INTERNET



Source : BNP Paribas, Bloomberg



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

Pas une bulle de valorisation, mais peut-être une bulle des bénéfices

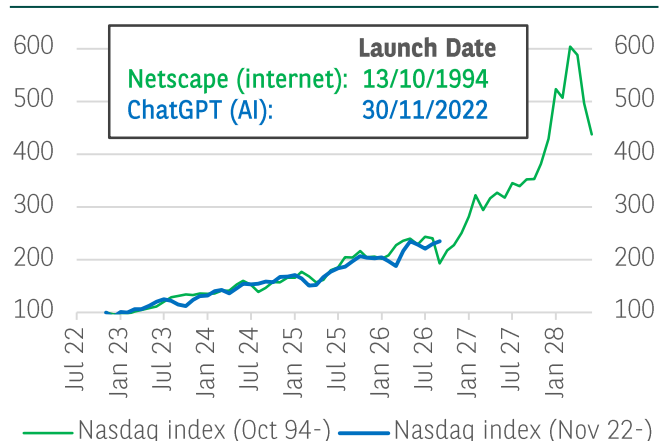
Contrairement à la bulle Internet de 1999-2000, les « 7 Magnifiques » ne se négocient pas aujourd'hui à des niveaux de valorisation excessifs. Au sommet de la bulle, Cisco affichait un ratio cours/bénéfices proche de 200 fois. À titre de comparaison, Nvidia, principal bénéficiaire du cycle d'investissement dans l'intelligence artificielle, s'échange sur la base d'un PER estimé d'environ 14 fois les bénéfices attendus à l'horizon janvier 2028.

Les interrogations portent davantage sur les bénéfices. Depuis fin 2022, les prévisions de bénéfices par action des « 7 Magnifiques » ont bondi de près de 280 %, soit une croissance annuelle moyenne de 42 %, un rythme difficile à maintenir durablement. Une partie de cette progression pourrait provenir d'éléments ponctuels, comme les revalorisations de participations dans des sociétés d'IA non cotées telles qu'OpenAI ou Anthropic. Par ailleurs, des mécanismes de financement croisé semblent se développer entre des fournisseurs d'infrastructures comme Nvidia et leurs principaux clients du cloud, alimentant la dynamique actuelle d'investissement.

Quels facteurs pourraient freiner le cycle de l'IA ?

La vague actuelle d'investissements dans l'IA repose de plus en plus sur l'endettement. De nombreux hyperscalers investissent déjà au-delà de leur génération de trésorerie, tandis que des acteurs comme OpenAI ou Anthropic restent déficitaires. Trois facteurs pourraient freiner cette dynamique : la hausse du coût du financement, un durcissement de la réglementation de l'IA et les contraintes croissantes sur les capacités de production d'électricité. Pour autant, les bulles d'investissement sont notoirement difficiles à anticiper. L'expérience de la bulle Internet montre qu'un cycle peut se prolonger bien au-delà des premiers signes d'excès. À titre de comparaison, le Nasdaq pourrait encore progresser pendant près de 18 mois avant d'atteindre un point haut.

L'IA POURRAIT-ELLE SUIVRE LE CYCLE DE LA BULLE INTERNET ET CULMINER EN MARS 2028 ?



Source : BNP Paribas, Bloomberg

La banque
d'un monde
qui change

Résumé de nos principales recommandations, par classe d'actifs

	Recom actuel	Reco passée	Segments	Nous surpondérons	Nous sous-pondérons	Commentaires
ACTIONS	+	+	Marchés	États-Unis Japon, Marchés émergents (Brésil, Mexique, Chine actions A, Taïwan, Corée du Sud)	Europe	Opinion positive sur les actions. Malgré la volatilité potentielle liée aux élections de mi-mandat aux États-Unis, les tendances historiques et la solide croissance des bénéfices plaident en faveur d'un marché actions résilient, en particulier pour les valeurs technologiques de haute qualité.
			Secteurs	Soins de santé mondiaux, technologies de l'information, industrie et exploitation minière, services aux collectivités de l'UE	Consommation de base	Industrie : la relocalisation des chaînes de production (re-shoring), la réindustrialisation, les dépenses de défense, l'intelligence artificielle et le développement des infrastructures constituent des moteurs de croissance majeurs. En revanche, la hausse des prix de l'énergie pèse sur certaines entreprises du secteur. Le secteur de la santé reste sous-estimé, compte tenu des nouveaux médicaments prometteurs, des avantages de l'IA et de la montée actuelle de l'activité de fusions et acquisitions. Technologies de l'information : nous sommes davantage convaincus du potentiel de création de valeur des hyperscalers grâce à l'IA, tandis que les valorisations des valeurs technologiques mondiales restent attractives.
			Styles/ Thèmes	Métaux et mines, électrification, électronique de défense		Actions liées aux matières premières
OBLIGATIONS	+/-	+/-	Govies	Obligations « core » de la zone euro Gilts britanniques		Opinion Positive sur les obligations souveraines « core » de la zone euro, avec une préférence pour les maturités comprises entre 7 et 10 ans. Opinion Neutre sur les Treasuries américains, en privilégiant les maturités plus courtes, autour de 5 ans. À horizon 12 mois, nous visons un rendement de 4,75 % pour le Treasury américain à 10 ans, de 3,0 % pour le Bund allemand à 10 ans et de 4,65 % pour le Gilt britannique à 10 ans.
	+/-	+/-	Crédit	Euro et GBP IG		Nous privilégions les obligations d'entreprises IG libellées en euros, et en livres sterling. Cette préférence s'explique par une dynamique d'offre plus favorable ainsi que par le niveau actuel des spreads. Nous privilégions les émetteurs de qualité.
	=	=	Obligations des marchés émergents			Les banques centrales des marchés émergents disposent d'une marge de manœuvre plus limitée pour réduire leurs taux, tandis que le potentiel de baisse supplémentaire du dollar américain nous paraît plus restreint. Opinion Neutre sur les obligations des marchés émergents, en devise locale ou en devise forte.
LIQUIDITES	=	=				La BCE devrait relever ses taux à 2,75 % lors de sa réunion de décembre. La Fed devrait procéder à deux nouvelles hausses en décembre puis en janvier, afin de porter le taux des Fed Funds à 4,5 %.
MATIÈRES PREMIÈRES	+/-	+/-		Cuivre (+) Or (+)		Pétrole : opinion Négative sur le pétrole. À horizon 12 mois, nous anticipons un prix du Brent de 65 USD le baril, en raison d'un probable retour à une situation de surproduction mondiale conjuguée à une discipline moins stricte de l'OPEP. Métaux de base : nous restons Positifs sur les métaux industriels, dont les perspectives sont soutenues par une hausse de la demande et une offre contrainte. Or : la récente correction offre un potentiel de hausse plus important. Nous maintenons notre objectif de cours à 12 mois à 5 000 USD l'once Argent : nous conservons également une opinion positive sur l'argent, avec un objectif de cours à 12 mois de 80 USD l'once.
DEVISES			EUR/USD			Notre objectif à 12 mois pour l'EUR/USD est de 1,20 dollar pour un euro.
IMMOBILIER	=	=		Résidentiel, santé, logistique/entrepôts		Une amélioration progressive des valeurs nettes d'inventaire (VNI), après l'ajustement observé entre 2022 et 2024, devrait continuer de soutenir l'immobilier non coté.
UCITS ALTERNATIFS				Global Macro, Event Driven		La hausse des volumes de fusions-acquisitions (M&A) devrait continuer de soutenir les stratégies Event-Driven.
INFRA STRUCTURE	+	+		Énergie, transport, eau		D'excellents rendements à long terme attendus des infrastructures privées et cotées 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	2.1	2.2	2.5
Japan	1.1	0.9	1.2
UK	1.4	1.2	1.2
Switzerland	1.5	0.9	1.4
Eurozone	1.5	0.9	1.6
Germany	0.3	1.0	1.0
France	0.9	0.7	1.1
Italy	0.7	0.9	0.8
Emerging			
China	5.0	4.6	4.5
India*	7.7	6.7	6.9
Brazil	2.3	2.3	1.4
* Fiscal year			
Source : BNP Paribas - 27.07.2026			

BNP Paribas Forecasts			
CPI Inflation %	2025	2026	2027
United States	2.7	3.3	2.4
Japan	3.1	2.0	2.5
UK	3.4	3.2	3.2
Switzerland	0.2	0.4	0.4
Eurozone	2.1	2.7	2.6
Germany	2.3	2.6	2.7
France	0.9	2.2	1.6
Italy	1.6	2.5	1.9
Emerging			
China	0.0	1.3	1.6
India*	2.1	5.0	4.6
Brazil	5.0	4.5	4.8
* Fiscal year			
Source : BNP Paribas - 27.07.2026			

	Country	Spot 30/08/2026	Target 3 months	Target 12 months
Against euro	United States	EUR / USD 1.16	1.16	1.20
	United Kingdom	EUR / GBP 0.86	0.87	0.87
	Switzerland	EUR / CHF 0.94	0.92	0.92
	Japan	EUR / JPY 186	183	186
	Sweden	EUR / SEK 11.11	11.00	10.80
	Norway	EUR / NOK 10.88	10.80	10.60
Against dollar	Japan	USD / JPY 160	158	155
	Canada	USD / CAD 1.39	1.38	1.35
	Australia	AUD / USD 0.72	0.73	0.71
	New Zealand	NZD / USD 0.59	0.60	0.60
	Brazil	USD / BRL 5.20	5.20	5
	India	USD / INR 95.39	95	95
	China	USD / CNY 6.72	6.70	6.60

Source : BNP Paribas, Refinitiv Datastream. Au 31 août 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

Mathias DEMETS
Senior Investment Advisor, Commodities

ALLEMAGNE

Stephan KEMPER
Chief Investment Officer, Germany

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



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, 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**