

Focus stratégie d'investissement

Le retour des « bond vigilantes »

Résumé

- 1. Abondance de l'offre d'émissions obligataires souveraines et d'entreprises** - Le rendement du Bund allemand à 10 ans a atteint 3,2 %, son plus haut niveau depuis 15 ans, sur fond d'inquiétudes croissantes concernant la soutenabilité de la dette à l'échelle mondiale. Les volumes d'émissions sont particulièrement importants aux États-Unis, compte tenu de la nécessité de financer un déficit budgétaire fédéral supérieur à 6 % du PIB, auquel s'ajoute une offre abondante d'obligations du secteur technologique.
- 2. Un point d'entrée attractif sur les obligations et le crédit en euro** - La hausse récente des rendements redonne de l'attrait aux obligations souveraines cœur de zone euro (opinion relevée à Positive) ainsi qu'au crédit Investment Grade en euro (opinion maintenue à Positive). **Les investisseurs de long terme peuvent en profiter pour renforcer leurs allocations en obligations et en crédit libellés en euro.**
- 3. Le yen japonais est-il enfin sur le point de se renforcer ?** L'intervention coordonnée des autorités japonaises et américaines sur le marché des changes à la fin juillet a permis d'inverser une partie de la faiblesse du yen, l'USD/JPY passant de 164 à 159 yens pour un dollar. Il est toutefois trop tôt pour conclure à un changement durable de tendance, après trois tentatives de rebond avortées cette année. **Une appréciation modérée vers 155 yens pour un dollar est attendue à horizon douze mois.**
- 4. Les marchés boursiers inscrivent de nouveaux sommets historiques**, soutenus par des révisions bénéficiaires favorables, un sentiment de marché robuste et une liquidité abondante. Les indices équipondérés américains, les banques et les valeurs liées aux ressources naturelles mènent la hausse, tandis que le secteur technologique, ancien favori du marché, marque le pas. Nous relevons notre opinion sur les actions mondiales à Positive, estimant que ces tendances favorables pourraient se prolonger jusqu'en 2027.
- 5. L'or conserve son éclat** - Le métal jaune a progressé de 16 % depuis la mi-juillet pour atteindre 4 640 dollars l'once, porté par l'atténuation des anticipations de hausse des taux de la Réserve fédérale américaine et par la reprise des achats des banques centrales. Une poursuite de la baisse des taux courts américains et du dollar reste envisageable, en particulier si les prix du pétrole se modèrent. **Nous conservons une opinion Positive sur l'or avec un objectif de 5 000 dollars l'once à 12 mois..**

Sommaire

Perspectives macro et de marché	2
Le déluge d'émissions obligataires soutient les rendements	3
Le monde est-il submergé par la dette ?	4
Les marchés du crédit restent dominés par les émissions du secteur de la Tech	5
Suivre le retournement du yen	6
Le cuivre se prépare à de nouveaux records	7
L'abondance de liquidités continue de soutenir les marchés	8
L'optimisme de retour sur les actions	9
Nos principales recommandations	10
Tableaux économiques	11

LES RENDEMENTS OBLIGATAIRES À LONG TERME ATTEIGNENT DE NOUVEAUX SOMMETS DEPUIS PLUS D'UNE DÉCENNIE



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

Edmund Shing, PhD

Global CIO

BNP Paribas Wealth Management



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Perspectives macro et de marché

	Macro		- La croissance mondiale reste bien orientée, soutenue par la consommation, le regain de confiance des entreprises et la vague d'investissements dans l'IA. - En l'absence de catalyseur susceptible d'apaiser le conflit, la hausse des coûts de l'énergie devrait continuer d'alimenter les pressions inflationnistes à court terme, sans toutefois remettre en cause la résilience de la croissance mondiale.
	Obligations	+/=	- Nous relevons notre opinion à Positive sur les obligations souveraines « core » de zone euro, en privilégiant les maturités de 7 à 10 ans. Nous restons Neutres sur les Treasuries américains, avec une préférence pour les échéances plus courtes, autour de 5 ans. - Nous maintenons une opinion Neutre sur les gilts britanniques, avec un objectif de rendement à 12 mois de 4,4 %. - La BCE devrait relever une dernière fois son taux de dépôt ce mois-ci à 2,5 %, tandis que la Fed devrait procéder à une ultime hausse en décembre, portant le taux des Fed Funds à 4,0 %. - Nous anticipons un rendement du Treasury américain à 2 ans de 4,1 % à horizon 12 mois, et de 4,5 % pour l'échéance à 10 ans. - Notre objectif à 12 mois pour le rendement du Bund allemand à 10 ans est fixé à 2,75 %.
	Crédit	+/=	- Nous privilégions le crédit Investment Grade en euro (opinion Positive) au crédit Investment Grade américain (opinion Neutre), compte tenu des dynamiques d'émission et des niveaux actuels de rendement et de spread. Nous continuons de favoriser les émetteurs de qualité. Les obligations d'entreprises britanniques sont abaissées à Neutre. - Opinion Neutre sur le crédit haut rendement américain (High Yield). Les spreads sont revenus à proximité de leurs plus bas historiques alors même que les incertitudes demeurent élevées. Les niveaux actuels de valorisation ne rémunèrent plus suffisamment le risque sous-jacent.
	Actions	+	- Nous relevons notre opinion sur les actions à Positive, devenant plus constructifs compte tenu de la résilience affichée jusqu'à présent par l'économie mondiale. - Préférence pour le Japon. Nous relevons également les marchés émergents de Neutre à Surpondérer, avec une préférence pour l'Asie du Nord-Est (actions domestiques chinoises de catégorie A, Corée du Sud et Taïwan) ainsi que pour l'Amérique latine (Brésil et Mexique). - Opinion Neutre sur les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Europe - Opinion Positive sur la santé, l'industrie et les valeurs minières, ainsi que sur les services aux collectivités et les banques européennes.
	Immobilier	=	- Les fonds immobiliers non cotés européens (indice INREV) continuent de connaître une croissance régulière de la valeur nette des actifs, avec un rendement moyen de 0,9 % au deuxième trimestre 2026, après +1,3 % au premier trimestre. - Nous conservons une préférence pour l'immobilier industriel et logistique, soutenu par des rendements attractifs et des perspectives de croissance locative favorables grâce à une demande structurellement robuste.
	Matières premières	+/+ /-	- Métaux précieux : nous conservons une opinion Positive sur l'or et l'argent, avec des objectifs à 12 mois de 5 000 dollars l'once pour l'or et de 80 dollars pour l'argent. - Nous restons également positifs sur les métaux industriels stratégiques, notamment le cuivre, l'aluminium et l'étain. - Nous maintenons une opinion Négative sur le pétrole, avec un objectif de prix du Brent compris entre 60 et 70 dollars le baril à horizon 12 mois.
	Alternatifs UCITS/ Actifs privés		- Nous conservons une opinion Positive sur les stratégies Macro et privilégions également les stratégies Event-Driven, en particulier l'arbitrage sur opérations de fusion-acquisition (M&A). En revanche, nous abaïssons notre opinion sur les stratégies Long-Short Actions à Neutre. - Nous maintenons une opinion Positive sur les infrastructures, soutenues par des tendances de croissance structurelles à moyen terme, alimentées par les dépenses publiques et la demande des marchés émergents.
	Devises		- Le renforcement récent du dollar dans un contexte d'aversion au risque devrait rester temporaire. À plus long terme, l'augmentation des dépenses de défense aux États-Unis devrait creuser le déficit budgétaire et peser sur le billet vert. - Nous visons un taux de change EUR/USD à 1,20 dollar à horizon 12 mois.

Le déluge d'émissions obligataires soutient les rendements - des opportunités ciblées émergent

La pression s'accroît sur le secrétaire au Trésor américain, Scott Bessent

Depuis la fin février, les rendements des obligations à 30 ans ont progressé de 0,6 à 0,8 % à travers le monde, atteignant de nouveaux sommets pluriannuels. Cette hausse des taux d'intérêt à long terme se traduira progressivement par une augmentation du coût annuel du service de la dette des États, renforçant les inquiétudes des investisseurs obligataires quant à la soutenabilité des finances publiques.

Habituellement, une telle remontée des rendements s'explique principalement par une hausse des anticipations d'inflation. Or, ce n'est pas le cas depuis le mois de mars. Les taux d'inflation implicites à long terme sont restés globalement stables, tandis que les rendements réels à 10 ans ont augmenté de 0,55 % aux États-Unis comme au Royaume-Uni. Cette envolée des taux longs s'explique avant tout l'afflux massif de nouvelles émissions de dette, tant de la part des États que des entreprises. Les groupes technologiques y contribuent notamment en finançant leurs investissements dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle.

Face à la hausse du coût de financement, la réaction attendue des gouvernements serait normalement de contenir leurs dépenses afin de réduire les déficits budgétaires, c'est-à-dire l'écart entre les recettes fiscales et les dépenses publiques. À ce stade, peu de signes indiquent que les gouvernements américains ou européens aient engagé de véritables efforts en ce sens, alimentant les interrogations sur la soutenabilité de leur dette à long terme.

Le secrétaire au Trésor américain, Scott Bessent, a tenté de limiter la hausse des rendements à long terme en augmentant les rachats de bons du Trésor hors des émissions de référence, plus illiquides, de maturité comprise entre 10 et 30 ans, à hauteur de 4 milliards de dollars par opération. Selon nous, il lui faudrait mobiliser des montants nettement plus importants pour enrayer la progression des taux longs. Un tel scénario paraît toutefois peu probable.

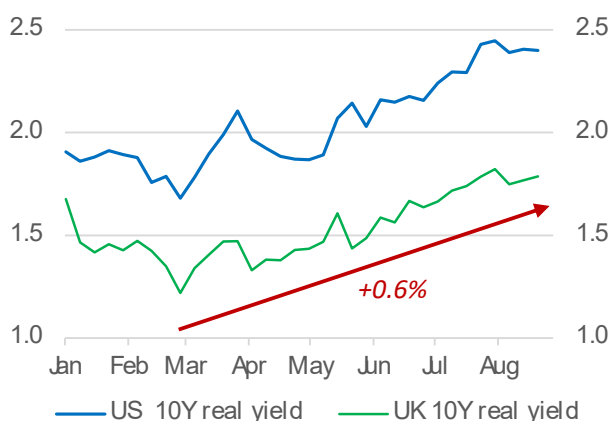
La Fed entretient les incertitudes

Un autre facteur contribue à la hausse des rendements obligataires à long terme : l'augmentation de la prime de terme, c'est-à-dire la rémunération supplémentaire exigée par les investisseurs pour immobiliser leur capital sur des échéances longues plutôt que de réinvestir successivement sur des maturités plus courtes. Cette progression reflète en partie les incertitudes croissantes entourant la trajectoire future des taux directeurs de la Fed. Son nouveau président a lancé plusieurs groupes de travail et plaide pour une communication plus sobre de l'institution concernant ses prévisions économiques et sa fonction de réaction. Une plus grande visibilité sur ces éléments pourrait contribuer à réduire la prime de terme et, par conséquent, limiter les pressions haussières sur les rendements obligataires de long terme. Nous maintenons notre objectif à douze mois de 4,50 % pour le rendement du Treasury américain à 10 ans, même si un dépassement temporaire de ce seuil ne peut être exclu. **Nous conservons une opinion Neutre sur les obligations souveraines américaines et le crédit américain Investment Grade.**

Les obligations en euros retrouvent de l'attrait, avec sélectivité

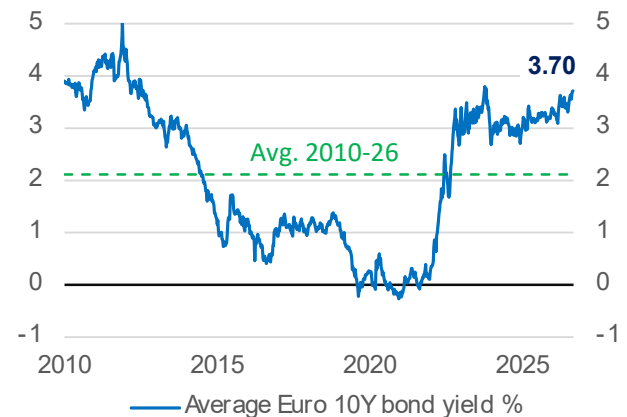
En zone euro, le rendement moyen des obligations souveraines à 10 ans atteint 3,7 %, un plus haut de près de trois ans et 1,6 % au-dessus de sa moyenne 2010-2026. Les obligations d'entreprises BBB offrent quant à elles un rendement moyen de 3,9 % pour une maturité moyenne de cinq ans, leur niveau le plus élevé depuis plus de deux ans, malgré un spread Investment Grade limité à 0,8 %. Depuis plusieurs années, nous soulignons que le marché obligataire ne se résume plus à une stratégie de « buy-and-hold ». Les investisseurs conservateurs doivent profiter des épisodes de volatilité pour renforcer leurs allocations lorsque les valorisations redeviennent attractives. Nous estimons que c'est le cas actuellement en Europe. **Pour les investisseurs conservateurs, nous restons acheteurs long terme des obligations d'entreprises européennes Investment Grade et des emprunts souverains « core » de la zone euro aux rendements actuels.**

LES TAUX RÉELS À 10 ANS AUX ÉTATS-UNIS ET AU ROYAUME-UNI
RETROUVENT LEURS PLUS HAUTS NIVEAUX DEPUIS 2008-2009



Source : Bloomberg, BNP Paribas

PROCHE DES PLUS HAUTS RENDEMENTS DEPUIS LA CRISE
SOVERAINE DE 2011-2012



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Le monde est-il submergé par la dette ?

Une question récurrente, qui conduit à des rendements obligataires plus élevés

Parmi les interrogations les plus fréquentes des investisseurs figure celle de la soutenabilité de l'endettement public :

« Faut-il s'inquiéter de la hausse de la dette publique à travers le monde ? Ces niveaux d'endettement sont-ils réellement soutenables à long terme, alors que le vieillissement démographique pèse de plus en plus sur les finances publiques ? »

Cette préoccupation est légitime. Elle trouve son origine dans l'explosion des ratios dette/PIB observée dans les principales économies développées après deux crises majeures : la crise financière mondiale de 2008 et la pandémie de Covid en 2020. Dans les deux cas, les gouvernements ont mis en œuvre des programmes de soutien d'une ampleur exceptionnelle pour amortir le choc économique, financés en grande partie par un recours accru à l'emprunt.

Selon les données du Fonds monétaire international (FMI), la dette publique brute des pays du G7 est passée de 77 % du PIB en 2007 à 116 % en 2012, avant d'atteindre 136 % en 2020. Après un reflux temporaire, il est reparti à la hausse depuis 2023 pour s'établir à un niveau estimé de 124 % cette année. Le FMI prévoit qu'il atteindra 133 % du PIB à l'horizon 2031.

Nous sommes désormais entrés dans un régime de dominance budgétaire, où ces pressions budgétaires dictent en grande partie les choix de politique monétaire à travers le monde. Aux États-Unis, au Royaume-Uni ou encore au Japon, les banques centrales hésitent à relever sensiblement leurs taux directeurs. Une hausse trop marquée renchérirait le coût du refinancement de la dette publique, alourdirait les déficits budgétaires et pourrait alimenter une dynamique de dette difficile à maîtriser.

Une inflation du coup durablement plus élevée ?

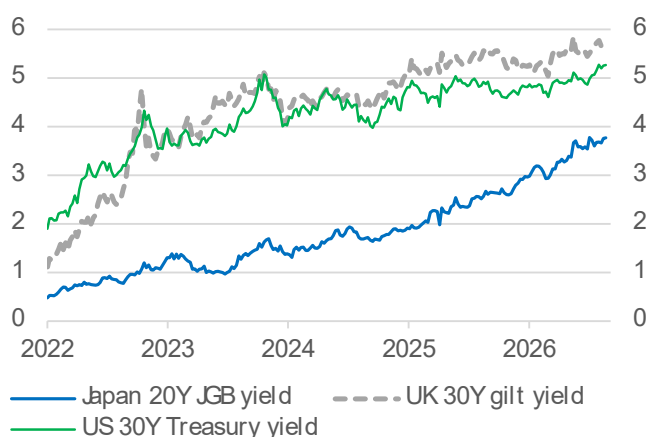
Les grandes banques centrales sont aujourd'hui confrontées à un exercice d'équilibre délicat : concilier leur objectif de maîtrise de l'inflation avec les impératifs de soutenabilité de la dette publique. Or, les pressions politiques pourraient les conduire à accorder davantage de poids à cette seconde contrainte, au risque de tolérer une inflation plus élevée qu'elles ne le souhaiteraient idéalement. Les faits plaident en ce sens. Aux États-Unis, l'inflation sous-jacente évolue au-dessus de l'objectif officiel de 2 % de la Réserve fédérale sans interruption depuis mars 2021. Le constat est similaire au Royaume-Uni. Même au Japon, longtemps marqué par la déflation, l'inflation sous-jacente se maintient à 2 % ou davantage depuis fin 2024.

Les rendements obligataires à long terme poursuivent leur ascension

Face à un environnement inflationniste persistant, les investisseurs exigent une rémunération plus élevée pour détenir des obligations souveraines de longue maturité. Les rendements des obligations d'État américaines, britanniques et japonaises figurent ainsi parmi les plus élevés depuis plus de vingt ans. La question est désormais de savoir si les tensions au Moyen-Orient et la hausse des prix de l'énergie créent une opportunité d'achat sur les obligations longues, ou si les rendements peuvent encore progresser faute de signal plus clair des banques centrales.

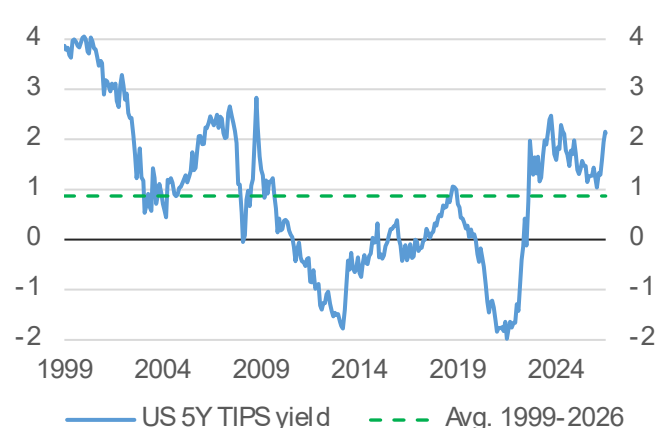
La réponse passe par l'analyse de la prime de terme, c'est-à-dire le surcroît de rendement offert par les obligations longues par rapport aux maturités plus courtes. Or, cette prime reste inférieure à sa moyenne historique, tant aux États-Unis qu'en zone euro. Aux États-Unis, l'écart de rendement entre les Treasuries à 30 ans et à 5 ans ressort à 0,82 %, contre 1,15 % en moyenne sur les vingt-cinq dernières années. En Allemagne, le Bund à 20 ans offre une prime de 0,71 % par rapport au 5 ans, contre une moyenne historique de 0,91 %. Dans ce contexte, nous continuons de privilégier une duration proche des indices de référence : autour de sept ans en zone euro et légèrement plus courte aux États-Unis.

LES TAUX LONGS AMÉRICAINS, BRITANNIQUES ET JAPONAIS AU PLUS HAUT DEPUIS PLUS DE DIX ANS



Source : Bloomberg, BNP Paribas

LE RENDEMENT RÉEL DU TIPS AMÉRICAIN À 5 ANS PROCHE DE SES PLUS HAUTS DEPUIS 2008



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Les marchés du crédit restent dominés par les émissions du secteur de la Tech

L'IA alimente la vague de dette du secteur technologique

Au deuxième trimestre 2026, Microsoft est le seul des cinq grands hyperscalers américains à dégager un flux de trésorerie disponible positif après investissements. Dans le même temps, les dépenses consacrées à l'IA et aux centres de données continuent de s'envoler. Bank of America anticipe désormais plus de 860 milliards de dollars de Capex en 2026 et jusqu'à 1 200 milliards en 2027.

Pour financer cet effort d'investissement, les géants technologiques recourent de plus en plus à la dette. Selon Goldman Sachs, les hyperscalers ont déjà levé 194 milliards de dollars à fin juillet, contre 108 milliards sur l'ensemble de 2025.

BNP Paribas Global Markets estime que les émissions pourraient atteindre 260 milliards de dollars cette année, même si leur rythme devrait progressivement ralentir. Face à cet afflux d'obligations, le crédit Investment Grade du secteur technologique offre désormais un rendement supérieur de 0,16 % à celui de l'ensemble du marché américain IG, alors qu'il se négociait avec une prime négative pendant la majeure partie de 2025.

Mais avec des investissements dans l'IA appelés à accélérer encore en 2027, la vague d'émissions du secteur technologique est loin d'être terminée. La question est désormais de savoir à quel niveau de rendement les investisseurs accepteront d'absorber cette offre croissante de dette.

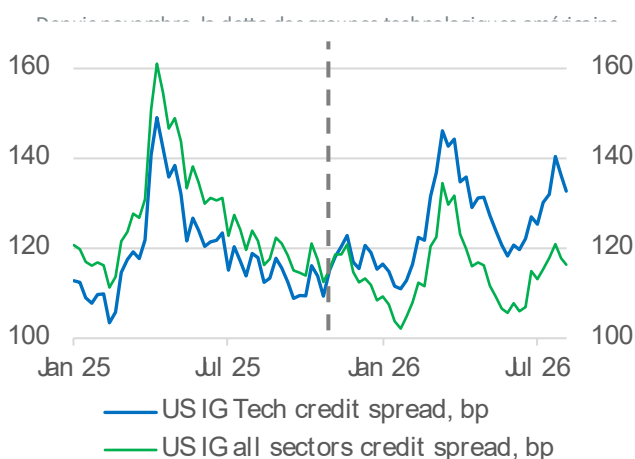
La croissance américaine dépend fortement de l'investissement dans l'IA

Selon Eric Basmajian, du cabinet de recherche EPB, les investissements des entreprises américaines dans les équipements informatiques ont bondi pour atteindre 1,3 % du PIB, contre 0,5 % il y a moins de trois ans. Au deuxième trimestre 2026, les dépenses d'investissement technologique, qui représentent environ 8 % de l'économie américaine, progressaient de 14 % sur un an, tandis que la croissance du PIB hors effet IA se limitait à 1 %. La dynamique de l'économie américaine apparaît ainsi de plus en plus dépendante de la capacité des géants du numérique à accéder au financement nécessaire pour développer leurs centres de données et leurs infrastructures technologiques. Si le coût de la dette devenait trop élevé pour ces acteurs et freinait les investissements liés à l'intelligence artificielle, la croissance américaine pourrait ressortir en dessous de notre prévision de 2,5 % en 2027 et fragiliser l'actuel marché haussier des actions. Dans ce contexte, nous continuerons à surveiller de près l'évolution des spreads de crédit du secteur technologique.

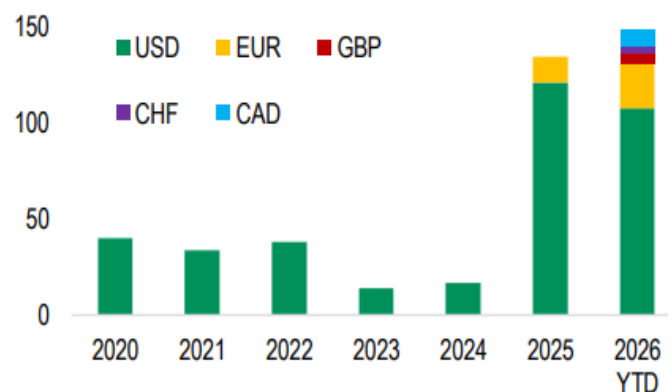
Crédit Investment Grade américain : un début d'année dans le rouge

La remontée des rendements des Treasuries depuis fin février (+0,9 % pour l'échéance à 5 ans) et l'afflux d'émissions obligataires du secteur technologique ont pesé sur le crédit Investment Grade américain, qui affiche une performance de -0,3 % depuis le début de l'année au 31 août. À l'inverse, le crédit Investment Grade européen a progressé de +0,4 %, bénéficiant d'une hausse plus limitée des rendements souverains (+0,7 % entre mars et août) et d'une exposition réduite aux émissions de dette des géants technologiques. Nous conservons ainsi une vue Neutre sur le crédit Investment Grade américain et Positive sur le crédit Investment Grade européen, dans la perspective de nouvelles émissions obligataires massives du secteur technologique américain jusqu'en 2027.

DEPUIS NOVEMBRE, LA DETTE DES GROUPES TECHNOLOGIQUES AMÉRICAINS RAPPORTE D'AVANTAGE QUE L'IG AMÉRICAIN



LES ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES HYPERSCALERS AMÉRICAINS DEVRAIENT ATTEINDRE 260 MILLIARDS DE DOLLARS CETTE ANNÉE



Suivre le retournement du yen

Intervention coordonnée pour soutenir le yen

Depuis avril 2025, le yen s'est déprécié de manière continue face au dollar américain, passant de 141 à 164 yens pour un dollar fin juillet. Cet affaiblissement marqué de la devise japonaise était problématique tant pour les États-Unis, dont les exportations devenaient plus coûteuses pour les importateurs japonais, que pour le Japon. La hausse des prix des importations, notamment de l'énergie, a en effet alimenté l'inflation domestique et accru la pression sur la Banque du Japon (BoJ) pour relever ses taux d'intérêt.

Les 30 et 31 juillet, le Trésor américain et la Banque du Japon sont intervenus conjointement sur le marché des changes en vendant environ 87 milliards de dollars pour acheter du yen. Cette opération a permis à la devise japonaise de se renforcer, revenant à 159 yens pour un dollar au 24 août.

Ces interventions récentes en faveur du yen n'ont produit que des effets temporaires, les marchés des changes restent toutefois sceptiques quant à la capacité de cette nouvelle action coordonnée à inverser durablement la tendance de faiblesse de la devise japonaise.

La Banque du Japon devrait poursuivre la normalisation progressive de sa politique monétaire à partir de septembre. Son taux directeur, actuellement fixé à 1 %, est attendu à 1,75 % au premier trimestre 2027, avant d'atteindre environ 2,5 % fin 2028. Le récent rebond du yen lui offre un répit à court terme en réduisant la pression d'un relèvement imminent des taux. À plus long terme, des taux plus élevés devraient soutenir le secteur bancaire japonais. Nous anticipons une appréciation modérée du yen au cours des douze prochains mois, vers 155 yens pour un dollar, ce qui reste favorable aux investissements en actions japonaises non couverts contre le risque de change. Nous conservons ainsi une opinion Positive sur les actions japonaises.

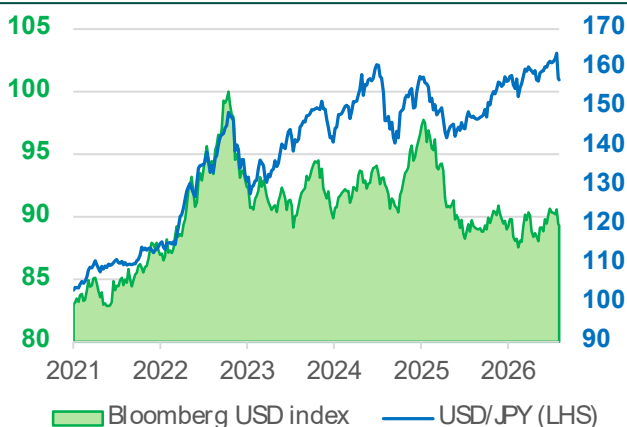
Le dollar évolue au rythme du pétrole : quelle trajectoire pour la suite ?

Depuis la fin janvier, l'indice large du dollar américain calculé par la Réserve fédérale (indice qui mesure la valeur du dollar par rapport à 26 devises commerciales pondérées par les flux bilatéraux) a suivi de près les fluctuations des cours du pétrole brut. Cette corrélation reflète le statut particulier des États-Unis, à la fois largement indépendants sur le plan énergétique et parmi les principaux exportateurs mondiaux de pétrole et de gaz. Depuis le 23 juillet, date à laquelle le Brent a brièvement dépassé les 100 dollars le baril, les prix du pétrole comme le dollar se sont repliés. Cette évolution est importante, car les prix de l'énergie devraient rester un facteur déterminant de l'inflation américaine dans les prochains mois. Une baisse durable des cours du pétrole pourrait ainsi réduire la pression sur la Réserve fédérale pour relever davantage ses taux directeurs. Cela priverait également le dollar d'un de ses principaux soutiens. Nous maintenons une perspective baissière sur le Brent à horizon douze mois, avec un objectif compris entre 60 et 70 dollars le baril, contre environ 85 dollars actuellement. Si le détroit d'Ormuz rouvre au trafic pétrolier et permet une détente des prix de l'énergie, comme nous l'anticipons, le dollar devrait également s'affaiblir face à la plupart des grandes devises. Notre objectif à douze mois pour l'EUR/USD reste fixé à 1,20 dollar par euro.

Les devises émergentes surperforment le dollar

Les devises des marchés émergents affichent une performance solide face au dollar depuis octobre 2022. Depuis cette date, le fonds WisdomTree Emerging Currency Strategy, composé de 16 devises émergentes équipondérées provenant d'Asie, d'Amérique latine et d'Europe centrale et orientale, a généré un rendement de 38 % en dollars, soit 8,9 % par an. Cette dynamique constitue un argument supplémentaire en faveur des actions et obligations émergentes. Pour les investisseurs dont la devise de référence est le dollar, les gains de change peuvent en effet venir s'ajouter aux performances réalisées sur les marchés locaux.

DÉPRÉCIATION PROLONGÉE DU YEN : DE 104 EN 2021 À UN PIC DE 164 EN JUILLET



Source : Bloomberg, BNP Paribas

LES DEVISES ÉMERGENTES AFFICHENT DES PERFORMANCES RÉGULIÈRES DEPUIS FIN 2022



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Le cuivre se prépare à de nouveaux records

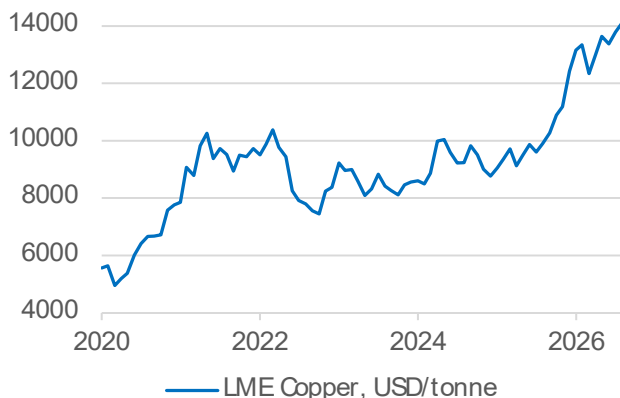
Le cuivre dépasse 14 000 USD/tonne

Les prix du cuivre physique ont de nouveau dépassé la barre symbolique des 14 000 dollars la tonne, soutenus par plusieurs facteurs convergents :

- ❑ Les stocks de cuivre entreposés aux États-Unis augmentent, les entreprises craignant la mise en place d'éventuels droits de douane sur le cuivre raffiné importé.
- ❑ L'offre minière mondiale demeure contrainte en raison de perturbations opérationnelles dans plusieurs grandes mines et d'un rétablissement plus lent qu'attendu de certains sites affectés par des incidents récents.
- ❑ La République démocratique du Congo, qui représente entre 10 % et 15 % de la production mondiale de cuivre, a suspendu les exportations de concentrés de cuivre et de cobalt, renforçant les tensions sur l'offre mondiale.
- ❑ La demande reste robuste, portée par le dynamisme de l'activité industrielle mondiale. L'indice PMI manufacturier mondial évolue désormais au-dessus de 52, signalant une phase d'expansion, soutenue notamment par les investissements technologiques et la demande liée aux véhicules électriques.

Le cuivre conserve ainsi une trajectoire haussière. Après un gain de 39 % en 2025, le métal affiche déjà une progression de 16 % en dollars depuis le début de 2026, contribuant à la hausse de 13 % enregistrée par l'ensemble des métaux industriels (aluminium, plomb, zinc et étain). Nous maintenons notre objectif de 15 000 dollars la tonne à douze mois et restons favorables aux valeurs minières exposées au cuivre, qui devraient continuer de bénéficier de l'effet de levier opérationnel associé à la hausse des prix du métal.

LE CUIVRE POURSUIT SA DYNAMIQUE



Source : Bloomberg, BNP Paribas

L'or reprend son souffle après sa correction

Après plusieurs semaines de consolidation, l'or est reparti à la hausse. Entre fin juin et début août, le métal précieux a évolué dans une fourchette comprise entre 3 965 et 4 200 dollars l'once, après avoir corrigé d'environ 25 % depuis son pic de plus de 5 400 dollars atteint fin janvier. Depuis, l'apaisement des anticipations de hausse des taux de la Fed, le renversement de la tendance haussière du dollar américain et le recul de l'indice DXY du dollar américain sous le seuil des 100 (indice qui reflète la valeur globale du dollar par rapport à un panier de six devises principales) ont favorisé un rebond de l'or au-dessus de 4 600 dollars l'once.

Les banques centrales restent à la manœuvre. Elles ont acheté 289 tonnes d'or au deuxième trimestre 2026, principalement sous l'impulsion de la Chine et de la Pologne. Dans le même temps, les flux vers les ETF adossés à l'or physique repartent progressivement à la hausse après plusieurs mois de sorties nettes.

La Chine demeure un moteur essentiel de la demande. Selon les données douanières relayées par Brad Setser (Council on Foreign Relations), les importations chinoises d'or ont atteint près de 146 milliards de dollars au premier semestre 2026, soit près de 100 milliards de plus qu'un an auparavant. Une large part de cette demande provient des investisseurs particuliers chinois, et un ETF aurifère domestique est désormais devenu le plus important fonds du pays. Une partie croissante de l'excédent commercial chinois, qui représente 7 % du PIB hors or, est investie dans l'or.

À court terme, la trajectoire du métal jaune dépendra essentiellement de l'évolution des rendements obligataires américains et du dollar. Un recul des taux et un affaiblissement du billet vert, dans un contexte de détente des prix de l'énergie et d'anticipations de baisse des taux directeurs, constitueraient un environnement particulièrement favorable. Nous conservons une opinion Positive sur l'or avec un objectif de 5 000 dollars l'once à douze mois.

LA DEMANDE CHINOISE D'OR RESTE SOUTENUE AU DEUXIÈME TRIMESTRE



Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

L'abondance de liquidités continue de soutenir les marchés

Une masse monétaire en forte croissance soutient la liquidité

La liquidité demeure abondante aux États-Unis comme à l'échelle mondiale. Selon l'indicateur M4 Divisia du « Centre for Financial Stability » (agrégat monétaire pondérant les différents composants monétaires - comme les dépôts à vue et à terme, les titres négociables du marché monétaire - selon leur contribution économique), la croissance de la masse monétaire américaine s'est accélérée à 6,4 % sur un an à fin juin, un rythme nettement supérieur à la moyenne de 4 % observée avant la pandémie. À l'échelle mondiale, la masse monétaire M2 (en USD) progressait encore de 8,3 % sur un an à fin juillet, portée notamment par les États-Unis, la Chine et l'Inde. Malgré la remontée des rendements obligataires, la demande de crédit ne faiblit pas.

Les émissions massives de dette destinées à financer les investissements dans l'intelligence artificielle se poursuivent, tandis que les prêts et crédits bancaires aux États-Unis enregistrent une croissance solide de 8 % sur un an. Cet environnement continue de soutenir les marchés financiers.

Une croissance « Goldilocks » de la productivité américaine

La productivité américaine a augmenté de 1,4 % en rythme annualisé au deuxième trimestre, au-dessus des attentes, tandis que la progression des coûts unitaires du travail est restée limitée à 1,3 %. Bien que la productivité soit notoirement difficile à mesurer, cette combinaison est particulièrement favorable : elle témoigne d'une croissance économique solide sans résurgence de pressions salariales. Ce scénario renforce les arguments en faveur d'une approche prudente de la Réserve fédérale sur les taux d'intérêt et constitue également une bonne nouvelle pour les entreprises américaines. En fin de compte, les trois principaux moteurs de l'inflation à long terme sont les salaires, les loyers et l'énergie. Or, les loyers progressent actuellement de 2 % ou moins, les salaires de moins de 4 %, ce qui correspond à une croissance d'environ 2 % et une inflation de 2 %, tandis que les prix de l'énergie restent largement dictés par des facteurs externes aux banques centrales.

Les actions mondiales retrouvent des sommets

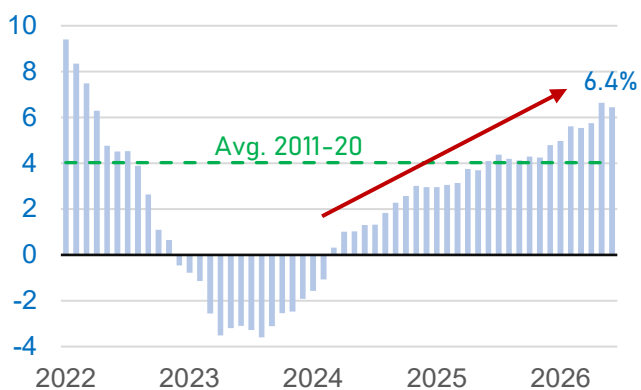
L'indice MSCI ACWI regroupe près de 2 500 actions issues des marchés développés et émergents. Son évolution mesurée de manière équipondérée permet d'apprécier l'ampleur réelle de la hausse boursière.

Ces dernières années, les marchés mondiaux ont surtout été tirés par un nombre limité de géants technologiques américains et asiatiques. Un bon indicateur de la santé relative de tout marché haussier boursier est alors le niveau de participation à la hausse par l'action moyenne, et pas seulement par un groupe de leaders dans une seule industrie. Il a ainsi fallu près de quatre ans à l'action moyenne mondiale pour retrouver son sommet de fin 2021, alors que les mégacapitalisations américaines avaient déjà inscrit de nouveaux records dès fin 2023.

Aujourd'hui, la dynamique est plus largement partagée. Les actions mondiales ont inscrit un nouveau sommet historique cinq mois seulement après leur précédent record de fin février. Cette progression ne repose pas uniquement sur la technologie ou l'IA : les secteurs financier et industriel bénéficient également de solides résultats trimestriels. Dans le même temps, l'indice MSCI World Small Cap, en hausse de 17 % depuis le début de l'année, a lui aussi atteint un nouveau record, porté notamment par les petites capitalisations américaines.

L'élargissement de la hausse à davantage de secteurs et de valeurs renforce notre confiance dans la poursuite du marché haussier.

LA CROISSANCE DE LA MASSE MONÉTAIRE AMÉRICAINE ALIMENTE UNE LIQUIDITÉ ABONDANTE



■ United States Divisia M4 Ex. Treasuries YoY

Source : Bloomberg, BNP Paribas

L'ACTION MOYENNE MONDIALE INSCRIT UN NOUVEAU RECORD



— MSCI ACWI equal-weight index

Source : Bloomberg, BNP Paribas



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

L'optimisme de retour sur les actions

Nous relevons les actions à Surpondérer

Stephan Kemper

Un marché résilient...

Malgré des taux d'intérêt plus élevés et des tensions géopolitiques persistantes, les marchés actions font preuve d'une remarquable résilience. La plupart des grands indices évoluent aujourd'hui à proximité de leurs sommets historiques, voire à de nouveaux records. Surtout, la hausse récente ne repose plus uniquement sur les valeurs qui ont dominé les performances jusqu'à la fin juillet. Le mouvement s'élargit progressivement à d'autres segments du marché, au-delà de la seule thématique des infrastructures liées à l'intelligence artificielle. Au cours des trois derniers mois, le S&P 500 hors valeurs liées à l'IA a surperformé de plus de 5 % le S&P 500 pondéré par le capital. Après une correction salutaire des valeurs les plus exposées à la construction d'infrastructures d'IA, les investisseurs se sont repositionnés sur des segments technologiques délaissés, notamment les éditeurs de logiciels, puis plus récemment sur les « 7 Magnifiques », en hausse de 8 % sur le dernier mois. Une évolution que nous jugeons positive, car elle traduit une confiance croissante dans la capacité de l'économie à maintenir une trajectoire de croissance solide.

... porté par une économie dynamique...

Parmi les indicateurs les plus révélateurs, l'indice mondial de surprises économiques a atteint des niveaux proches de ses plus hauts des vingt dernières années, hors période post-Covid. Cette amélioration reflète notamment le regain d'activité du secteur manufacturier, soutenu par l'accélération des dépenses en Europe, au Japon et aux États-Unis, notamment grâce aux incitations fiscales du programme One Big Beautiful Bill.

... et par une croissance bénéficiaire solide

La croissance des bénéfices reste robuste dans la plupart des régions et supérieure à sa moyenne de long terme. Les révisions bénéficiaires, qui se sont nettement redressées depuis le mois de mars, suggèrent que cette dynamique pourrait se poursuivre dans les prochains trimestres.

Les marchés émergents prennent le relais

L'Asie demeure l'épicentre du cycle d'investissement lié à l'intelligence artificielle et reste notre principale conviction. L'adoption de l'IA continue de s'élargir alors que les investissements restent encore à un stade relativement modéré. Cela devrait inciter la poursuite des dépenses des hyperscalers américains dans les infrastructures dédiées. Par ailleurs, la baisse du coût des tokens permise par des modèles plus efficaces stimule davantage la demande qu'elle ne génère d'économies, illustrant le paradoxe de Jevons. Nous voyons ainsi dans la récente consolidation des valeurs liées aux infrastructures d'IA une opportunité de renforcer les positions. Dans ce contexte, nous relevons la Corée du Sud et Taïwan à Surpondérer.

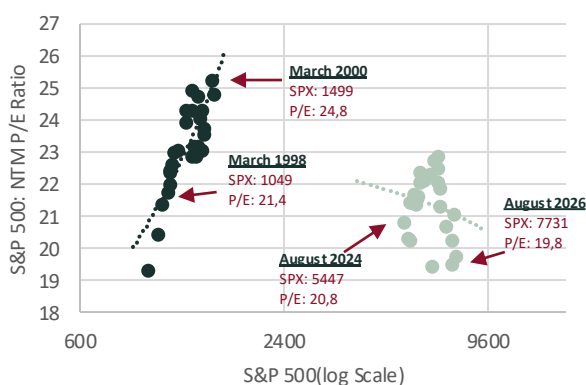
Le Japon conserve de solides atouts

Nous maintenons également une opinion Positive sur le Japon. La stabilité politique, les réformes favorables à la croissance et les progrès en matière de gouvernance d'entreprise continuent de soutenir le marché. Positionné au cœur de chaînes de valeur stratégiques dans les semi-conducteurs, la robotique et l'intelligence artificielle, le pays bénéficie en outre du renforcement de ses relations économiques avec les États-Unis et devrait bénéficier de l'innovation mondiale. Ces facteurs confortent notre recommandation Surpondérer.

Europe et États-Unis : une approche plus mesurée

En Europe, les perspectives s'améliorent, mais les incertitudes liées aux prix de l'énergie et aux échéances électorales nous conduisent à maintenir une opinion Neutre. Si nous apprécions la dynamique générale des actions, nous maintenons l'exposition de l'Europe à son poids de référence dans les portefeuilles. Aux États-Unis, nous continuons de privilégier les stratégies équilibrées, mieux à même de capter l'élargissement du rallye boursier tout en limitant la concentration autour des hyperscalers. Sur les petites capitalisations, notre préférence va toujours au S&P SmallCap 600 plutôt qu'au Russell 2000, en raison de fondamentaux plus solides et d'une meilleure rentabilité.

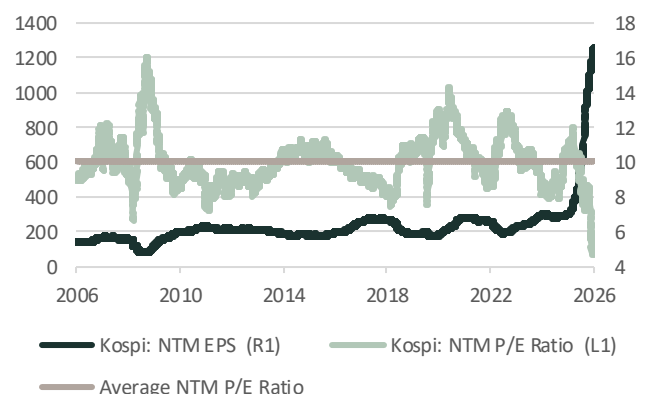
CONTRAIREMENT À 2000, LES BÉNÉFICES SOUTIENNENT LA HAUSSE DES MARCHÉS



Source : BNP Paribas, Bloomberg.


BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

LE MARCHÉ SOUS-ESTIME LA SOLIDITÉ DES BÉNÉFICES DES ENTREPRISES SUD-CORÉENNES



Source : BNP Paribas, Bloomberg.

La banque
d'un monde
qui change

Résumé de nos principales recommandations, par classe d'actifs

	Reco actuelle	Reco passée	Segments	Nous surpondérons	Nous sous-pondérons	Commentaires
ACTIONS	+	=	Marchés	Japon, Marchés émergents (Brésil, Mexique, actions domestiques chinoises, Taiwan, Corée du Sud)		Surpondération des actions : nous pensons que le contexte global très favorable à la croissance justifie une allocation plus élevée en actions. Les valorisations sont soutenues par une forte croissance des bénéfices.
			Secteurs	Soins de santé mondiaux, industrie et mines, services aux collectivités de l'UE, banques de l'UE	Consommation de base	Industrie : la relocalisation des chaînes de production, la réindustrialisation, les dépenses de défense, l'essor de l'intelligence artificielle et le développement des infrastructures constituent de puissants moteurs de croissance. La hausse des prix de l'énergie a toutefois pesé sur certains segments du secteur. Santé : le secteur reste sous-valorisé au regard du potentiel des nouveaux traitements, des gains attendus liés à l'intelligence artificielle et de l'accélération actuelle des opérations de fusions-acquisitions.
			Styles/ Thèmes	Métaux et mines, électrification, électronique de défense, petites et moyennes capitalisations américaines		Actions liées aux matières premières
OBLIGATIONS	+/-	=	Govies	Core zone euro Obligations souveraines		Préférence pour les obligations souveraines « core » de zone euro (7 à 10 ans). Opinion Neutre sur les Treasuries américains, avec un biais en faveur des maturités d'environ 5 ans. Objectifs de rendement à 12 mois : 4,5 % pour le Treasury américain à 10 ans, 2,75 % pour le Bund allemand et 4,4 % pour le gilt britannique.
	+/-	+	Crédit	Euro IG		Préférence pour le crédit Investment Grade en euro, soutenu par des conditions techniques plus favorables et des spreads plus attractifs que ceux des marchés américain et britannique. Focus sur la qualité des émetteurs.
	=	=	Obligations des marchés émergents			La capacité des banques centrales émergentes à réduire leurs taux semble plus limitée et le potentiel de repli du dollar américain apparaît désormais plus restreint. Nous maintenons une opinion Neutre sur les obligations émergentes en monnaie locale comme en devise forte.
CASH	=	=				La BCE devrait relever les taux en septembre à 2,50 %. La Fed devrait relever les taux une fois en décembre à un taux cible de 4,0 % pour les fonds fédéraux.
MATIÈRES PREMIÈRES	+/-	+/-		Cuivre (+) Or (+)		Pétrole (-) : opinion Négative. Nous visons un cours de 60 à 70 dollars le baril à horizon douze mois, dans la perspective d'un retour à une situation de surproduction mondiale, combiné à une discipline moins stricte de l'OPEP. Métaux de base (+) : opinion Positive. Les perspectives demeurent favorables, soutenues par une demande en hausse et une offre contrainte. Or (+) : opinion Positive. La récente correction a renforcé le potentiel de hausse du métal jaune. Notre objectif à 12 mois est de 5 000 dollars l'once. Argent (+) : opinion Positive. Nous visons un objectif de 80 dollars l'once à 12 mois.
DEVISES			EUR/USD			Nous visons un taux de change EUR/USD de 1,20 à horizon douze mois.
IMMOBILIER	=	=		Résidentiel, santé, logistique/entrepôts		L'amélioration progressive des valorisations, après l'ajustement de 2022-2024 devrait soutenir la performance de l'immobilier non coté.
UCITS ALTERNATIFS				Global Macro, Event Driven		L'accélération des opérations de fusion-acquisition devrait favoriser les stratégies Event-Driven, en particulier l'arbitrage M&A.
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	0.5	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 - 31.08.2026			

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 - 31.08.2026			

	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 LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

FRANCE

Edmund SHING
Global Chief Investment Officer

Hiba MOUALLEM
Investment Strategist

Isabelle ENOS
Senior Investment Advisor

Charles GIROT
Senior Investment Advisor

ITALIE

Luca IANDIMARINO
Chief Investment Advisor

BELGIQUE

Philippe GJSELS
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



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, 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