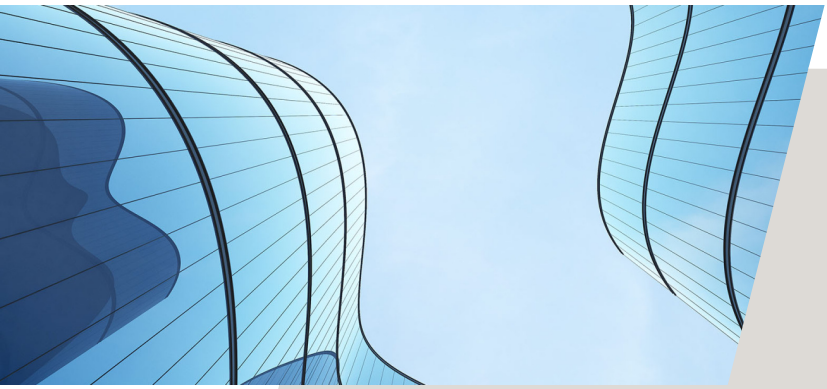
Rothschild & Co
Asset Management



Stratégie Trimestrielle Architecture Ouverte T2 2026



Marc Terras
Directeur de la Gestion en Architecture Ouverte

Le retour du risque énergétique bouscule le scénario de normalisation

Le deuxième trimestre 2026 aura été marqué par un changement de régime. En début d'année, les investisseurs évoluaient encore dans un scénario relativement confortable : la désinflation semblait suffisamment avancée pour permettre aux grandes banques centrales de poursuivre l'assouplissement monétaire, tandis que la croissance mondiale résistait sans excès.

Trois mois plus tard, ce scénario de normalisation apparaît nettement plus incertain. Le conflit au Moyen-Orient a brutalement rappelé que le cycle économique restait vulnérable aux chocs énergétiques, aux tensions géopolitiques et à une remontée rapide des anticipations d'inflation.

Le principal événement du trimestre n'a donc pas seulement été la hausse du pétrole, mais la remise en cause d'un scénario de normalisation monétaire qui paraissait encore relativement consensuel quelques mois auparavant. La fermeture du détroit d'Ormuz, voie de passage stratégique pour une part importante du commerce mondial d'hydrocarbures, a entraîné une envolée des prix de l'énergie et d'importantes perturbations logistiques. Le Brent a dépassé à plusieurs reprises les 100 dollars le baril au plus fort des tensions, avant de repasser sous les 80 dollars mi-juin après l'annonce d'un accord et les premiers signes de reprise du trafic maritime(1). Cette détente a permis d'écarter les scénarios les plus extrêmes, mais elle ne signifie pas pour autant un retour immédiat à la normale : reconstitution des stocks, primes d'assurance encore élevées,

délais logistiques et remise en état de certaines infrastructures devraient continuer à peser sur les coûts au-delà du seul prix spot du baril.

Ce changement d'environnement a eu une conséquence immédiate sur les anticipations de politique monétaire. Le débat de marché s'est progressivement déplacé : il ne portait plus seulement sur le calendrier des baisses de taux, mais sur la capacité des banques centrales à soutenir l'activité dans un contexte où l'inflation redevenait moins maîtrisée. En zone euro, l'inflation annuelle est remontée à 3,2 % en mai 2026 sous l'effet du choc énergétique. Les derniers chiffres publiés pour juin montrent toutefois un début de reflux, l'inflation revenant à 2,8 % sur un an grâce à la détente des prix de l'énergie . Cette amélioration reste néanmoins insuffisante pour dissiper complètement les inquiétudes concernant le risque de diffusion du choc énergétique à l'ensemble des biens et services. Pour les marchés obligataires, cette inflexion a été coûteuse : la remontée des taux longs a pénalisé les actifs à duration longue et réduit l'attrait relatif des segments les plus sensibles aux anticipations de baisse des taux.

Les grandes économies n'ont toutefois pas réagi de manière uniforme. Aux États-Unis, la résistance de l'activité a constitué l'une des principales surprises du trimestre. Cette résilience peut sembler surprenante : l'économie américaine reste structurée autour du pétrole, le prix de l'essence a un impact direct sur le pouvoir d'achat des ménages et le pays demeure partiellement dépendant de certaines importations de brut. Pourtant, la croissance a continué à bénéficier
du poids croissant de secteurs moins sensibles au cycle énergétique, comme le « cloud », les infrastructures numériques et l'intelligence artificielle. Cette configuration a permis d'amortir le choc à court terme, d'autant que la bonne tenue des marchés actions a préservé un effet richesse favorable pour une partie des ménages. Cette solidité ne doit toutefois pas être interprétée comme une immunité : si les prix de l'énergie restaient durablement élevés ou si le marché du travail présentait des signes d'affaiblissement, la consommation américaine pourrait devenir un point de fragilité.

La Chine a envoyé un signal différent. Après les signes d'amélioration observés en début d'année, la demande intérieure s'est à nouveau essoufflée au printemps. Les ventes au détail ont reculé de 0,6 % sur un an en mai, leur plus forte baisse depuis janvier 2020, tandis que l'investissement urbain s'est contracté de 4,1 % sur les cinq premiers mois de l'année. La production industrielle, en hausse de 4,5 % sur un an en mai, a mieux résisté, confirmant une économie toujours tirée par l'offre, les exportations et certains secteurs stratégiques, mais insuffisamment relayée par la consommation des ménages(3). L'enjeu dépasse le seul cadre chinois : dans un environnement mondial moins porteur, les investisseurs espéraient que la Chine puisse redevenir un moteur cyclique. À ce stade, ce moteur reste hésitant, ce qui renforce la probabilité d'un soutien supplémentaire des autorités au cours du second semestre.

L'Europe, enfin, est apparue plus directement exposée à la combinaison d'une énergie plus chère et d'une croissance déjà fragile. L'indice PMI(4) composite de la zone euro est tombé à 47,5 en mai, contre 48,8 en avril, signalant une contraction de l'activité privée pour le deuxième mois consécutif(5). Cette faiblesse n'est pas nouvelle, mais elle devient plus problématique lorsque l'inflation repart à la hausse. Pour les entreprises européennes, le risque est celui d'un effet de ciseau entre demande modérée, coûts

encore élevés et conditions financières moins accommodantes qu'espéré. Cette situation pèse sur les perspectives bénéficiaires des secteurs les plus cycliques, mais elle contribue également à maintenir des niveaux de valorisation plus raisonnables que dans d'autres grandes régions, ce qui pourrait offrir un point d'entrée plus favorable si l'environnement économique venait à se stabiliser.

Face à ces signaux mitigés, le comportement des marchés actions a pu surprendre. Les indices mondiaux ont continué de progresser, non parce que l'environnement macroéconomique s'améliorait nettement, mais parce que certains moteurs de croissance restaient suffisamment puissants pour concentrer l'attention des investisseurs. La performance des marchés est ainsi devenue de plus en plus dépendante d'un nombre limité de secteurs et parfois même de quelques entreprises. Aux États-Unis, le secteur technologique explique à lui seul 66 % de la progression du S&P 500 depuis le début de l'année. En Corée du Sud, deux sociétés ont contribué à près de 85 % de la performance de l'indice national sur la même période(6).

Cette progression ne doit donc pas être lue comme un signal homogène de confiance dans l'ensemble du cycle mondial. Elle révèle plutôt une hiérarchie de marché de plus en plus étroite. Cette concentration constitue à la fois une force et une fragilité : elle soutient les indices tant que les résultats et les perspectives de la thématique de l'intelligence artificielle restent solides, mais elle réduit fortement la marge d'erreur, car une déception sur quelques grandes valeurs peut rapidement influencer à la baisse les marchés. Le deuxième trimestre n'a donc pas seulement montré la résilience des actifs risqués, il a aussi mis en évidence leur dépendance croissante à un nombre limité de valeurs et de thématiques.

Nos orientations de gestion pour le troisième trimestre 2026

Le troisième trimestre devrait s'ouvrir dans un environnement moins aigu sur le plan géopolitique, mais plus exigeant pour les marchés. La réouverture progressive du détroit d'Ormuz réduit la probabilité d'un choc supplémentaire sur l'approvisionnement énergétique mondial, mais elle ne ramène pas automatiquement l'économie mondiale dans le régime qui prévalait en début d'année. La question centrale n'est plus seulement celle du pétrole, mais celle de la transmission du choc passé : dans quelle mesure les coûts énergétiques, les frais de transport et la prudence des entreprises pèseront-ils sur les marges, l'investissement et la consommation au cours de l'été ?

Dans ce contexte, le scénario le plus probable reste celui d'un ralentissement maîtrisé plutôt que d'une rupture brutale. Les États-Unis disposent encore de relais de croissance, mais leur résilience sera testée par l'évolution de la consommation et du marché du travail. La Chine pourrait offrir un soutien tactique si les autorités annoncent des mesures ciblées en faveur de la demande intérieure, notamment après la réunion du Politburo attendue fin juillet. L'Europe devrait rester la zone la plus contrainte, mais certaines poches du marché pourraient bénéficier de dépenses publiques plus structurelles et de valorisations déjà plus raisonnables. L'opportunité ne réside donc pas dans un pari

directionnel uniforme sur la croissance mondiale, mais dans la capacité à distinguer les zones et les secteurs où les bénéfices et les perspectives restent bien orientés.

Les banques centrales devraient rester prudentes. Si la détente récente des prix de l'énergie contribue à réduire progressivement les tensions inflationnistes observées au deuxième trimestre, les banques centrales demeurent attentives au risque de diffusion du choc passé à l'ensemble de l'économie. Cette situation crée un environnement moins favorable que celui anticipé en début d'année : les banques centrales ne sont plus nécessairement un soutien immédiat pour les marchés, sans pour autant chercher à freiner davantage l'activité économique. Les marchés resteront ainsi particulièrement sensibles aux prochaines publications d'inflation et d'activité, qui détermineront l'équilibre entre soutien à la croissance et stabilité des prix. Dans ce contexte, les taux longs pourraient demeurer à la fois élevés et volatils, tandis que les valorisations actions devront davantage être justifiées par la progression des bénéfices que par une détente des conditions financières.

Le véritable enjeu du troisième trimestre portera donc sur la qualité de la croissance bénéficiaire. Après le rebond des actifs risqués au printemps, les marchés ne pourront pas indéfiniment s'appuyer sur l'expansion des multiples ou sur l'enthousiasme autour d'un thème unique. Les entreprises capables de préserver leurs marges, de générer des flux de trésorerie solides et de démontrer un retour tangible sur leurs investissements devraient être privilégiées. À l'inverse, les sociétés dont les valorisations reposent principalement sur des bénéfices très lointains ou sur des hypothèses de croissance déjà très ambitieuses pourraient être plus vulnérables en cas de remontée des taux ou de publications décevantes.

Au-delà des valeurs ayant porté l'essentiel de la hausse des marchés le trimestre précédent, plusieurs segments aujourd'hui délaissés ou évoluant avec des niveaux de valorisation plus raisonnables présentent des perspectives attractives dans un scénario de croissance plus modérée mais toujours positive. Les petites et moyennes capitalisations américaines pourraient notamment bénéficier d'un environnement domestique demeurant relativement résilient, mais également d'un point de départ plus favorable en termes de valorisation après plusieurs années de sous-performance face aux grandes capitalisations. Les marchés émergents offrent également des opportunités car ils disposent de moteurs de croissance davantage liés à leur dynamique domestique ou à leur positionnement dans les chaînes de valeur mondiales : l'Inde continue de profiter de dynamiques structurelles favorables, l'Amérique latine bénéficie d'une exposition à plusieurs thématiques liées aux matières premières et aux infrastructures, tandis que la Chine pourrait retrouver un certain soutien en cas de nouvelles mesures destinées à stimuler la demande intérieure. Dans un contexte où la concentration des performances demeure élevée, un élargissement progressif des moteurs de performance constituerait un signal encourageant pour la solidité du cycle de marché.

Enfin, le principal risque pour les marchés n'est peut-être pas l'apparition d'un nouveau choc, mais l'accumulation de contraintes déjà visibles : croissance mondiale plus disparate, politiques monétaires moins accommodantes, taux longs instables, concentration persistante des performances de marché. Bien qu'aucune de ces fragilités ne suffirait isolément à remettre en cause la trajectoire des actifs risqués, ensemble, elles

réduisent la marge d'erreur. Si le ralentissement reste mesuré et que les publications des entreprises confirment les attentes, les marchés pourraient poursuivre leur progression, mais de manière plus sélective. Si, au contraire, l'inflation se montre plus persistante ou que les résultats ne justifient plus les valorisations atteintes, les segments les plus chers et les plus consensuels seraient les premiers impactés.

Actions

Nous conservons une approche diversifiée dans un environnement où les valorisations demeurent exigeantes sur certains segments de marché. Nous restons sous-exposés aux États-Unis, ainsi qu'aux secteurs liés à la thématique de l'intelligence artificielle, dont la forte concentration et les niveaux de valorisation nous incitent à la prudence. À l'inverse, nous maintenons notre préférence pour les valeurs décotées (« value(7) »), dont les fondamentaux nous paraissent plus attractifs. Nous conservons également une exposition diversifiée aux marchés émergents, notamment en Chine, en Inde et en Amérique latine, afin de bénéficier de moteurs de croissance complémentaires et de réduire la dépendance aux principaux indices mondiaux.

Taux

Nous restons investis sur les obligations souveraines, qui continuent de jouer un rôle essentiel dans la diversification des portefeuilles malgré un environnement de taux toujours volatil. Les rendements redeviennent attractifs et pourraient en cas de plus grande visibilité sur les politiques monétaires faire l'objet d'un renforcement. Nous maintenons également notre exposition à la dette émergente, une classe d'actifs offrant selon nous un couple rendement/risque intéressant et des sources de performance différenciées des marchés développés. Une stabilisation politique, des niveaux d'inflation en diminution qui accompagneront des baisses de taux renforcent notre intérêt sur cette zone.

Crédit

Notre positionnement sur le crédit reste inchangé, avec une préférence pour les émetteurs de bonne qualité Investment Grade(8). Dans un contexte où les primes de risque du High Yield(9) demeurent relativement faibles au regard des incertitudes économiques et géopolitiques, nous conservons un biais de prudence sur cette classe d'actifs. Le portage offert par les obligations Investment Grade nous paraît aujourd'hui constituer un point d'équilibre attractif entre rendement potentiel et maîtrise du risque.

Voir ce document sur notre site internet

(1) Source : Bloomberg, 30/06/26
(2) Eurostat, Juillet 2026
(3) National Bureau of Statistics of China, Juillet 26
(4) Indice des directeurs d'achat, indicateur reflétant la confiance des directeurs d'achat dans un secteur d'activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l'activité, inférieur à 50, une contraction.
(5) S&P Global, 30/06/2026
(6) Bloomberg, 30/06/2026
(7) Sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise.
(8) Titre de créance émis par des entreprises ou États dont la notation est comprise entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.
(9) Les obligations "High Yield" (ou à haut rendement) sont émises par des entreprises ou États présentant un risque crédit élevé. Leur notation financière est inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

Avertissements

Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co Asset Management n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes. Veuillez noter que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. En outre, compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management ou de ses affiliés, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou différent significativement des déterminations actuelles. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

Édité par Rothschild & Co Asset Management, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management, sous peine de poursuites.

À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et présents dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 50 milliards d'euros et regroupons plus de 200 collaborateurs(1).
Plus d'informations sur am.eu.rothschildandco.com

(1) Source : Rothschild & Co Asset Management, 31/07/2026.

France

29, Avenue de Messine
75008 Paris
+33 1 40 74 40 74

Belgique – Pays-Bas – Luxembourg

Rue de la Régence 52
1000 Bruxelles
+32 2 627 77 30

Suisse

Rothschild & Co Bank AG
Rue de la Corraterie 6
1204 Genève
+41 22 818 59 00

Italie

Passaggio Centrale 3
20 123 Milano
+39 02 7244 31

Allemagne – Autriche

Börsenstraße 2 - 4
Frankfurt am Main 60313
+49 69 299 8840

Espagne

Paseo de la Castellana 40 bis
28046 Madrid
+39 02 7244 31

Visitez notre site internet

Suivez-nous sur LinkedIn