

UN NOUVEAU MOIS SUR LES MARCHÉS

La lettre mensuelle des marchés d'Apicil AM

Juin 2026

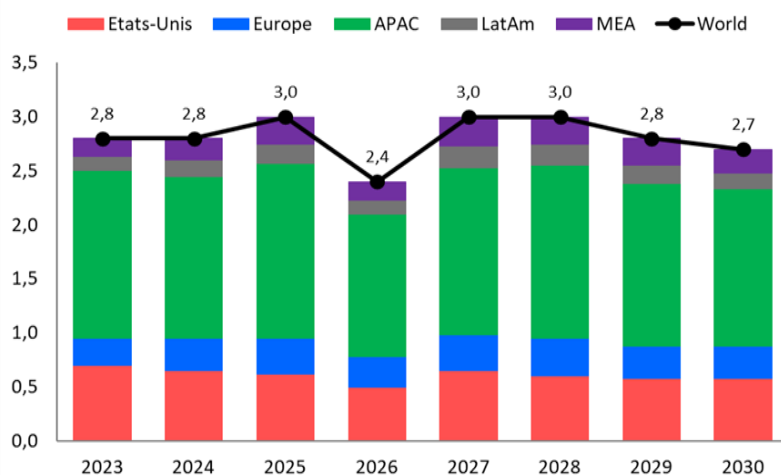


LES FAITS MARQUANTS DU MOIS

- ☀ L'offre de pétrole mondiale se réorganise.
- ☀ Les économies font face.
- ☀ Incertitudes sur l'issue du conflit. La séquence de mai reste à la désescalade.
- ☀ Le spectre de l'inflation reste contenu à l'énergie. Pas de quoi convaincre la BCE.

LE GRAPHIQUE DU MOIS

Croissance du PIB mondial (% en termes réels)



L'Iran n'est pas seulement un risque géopolitique, c'est un choc macro complet (géopolitique, pétrole, taux) et l'économie mondiale en sortira forcément fragilisée. Le trou d'air est attendu en 2026 à 2,4 % contre environ 3 % les années précédentes, avant une normalisation graduelle.

Le risque de récession apparaît à ce stade limité autour de 30 % de part et d'autre de l'Atlantique.

La croissance reste positive, mais plus dispersée. Les contributions régionales demeurent hétérogènes, avec un poids toujours important de l'Asie Pacifique dans la dynamique globale. Au contraire, la part de la zone euro dans le paysage mondial est négligeable.

Source Bloomberg au 05/06/2026

Trois mois, trois chocs

Cela fait maintenant plus de trois mois que le monde a les yeux rivés sur le détroit d'Ormuz. Trois mois, trois chocs : **un choc géopolitique** qui rebat les cartes de l'ordre mondial, un choc sur l'organisation de **l'offre de pétrole** et, enfin, des **taux souverains** qui en portent les stigmates.

Jusqu'ici, l'impact sur les prix du pétrole reste contenu, grâce à **plusieurs amortisseurs qui ont permis de réduire le déficit** (ports et pipelines alternatifs, hausse des exportations des États-Unis et libération de réserves stratégiques). À cela viennent s'ajouter, ou se substituer, une hausse de la production hors OPEP (+1,6 Mb/j) et des exportations, et surtout une baisse des importations ailleurs, en particulier en Chine (-3,5 Mb/j), la hausse des prix détruisant une partie de la demande. Les courbes futures du Brent semblent dessiner un niveau moyen **proche de 90 \$, ce qui reste absorbable pour l'économie mondiale**.

Sur le front géopolitique, **la séquence reste, selon nous, orientée vers la désescalade**. L'augmentation du nombre de tankers circulant à travers le détroit, ainsi que l'élargissement du cercle des médiateurs, initialement limité au Pakistan, constituent des signaux encourageants. Les positions de chaque partie se dessinent progressivement : dégel des avoirs, péage maritime, stock d'uranium enrichi, levée de l'embargo... Ces revendications sont difficilement réconciliables dans l'immédiat, mais s'affinent. Seule une réouverture du détroit semble faire consensus. **Le chemin vers un accord ne sera pas linéaire**, comme l'illustrent les derniers affrontements, avec pour principal point de tension les velléités d'Israël au Liban.

L'impact sur l'économie américaine demeure relativement limité. Cette résilience tient à l'éloignement géographique des États-Unis du théâtre des opérations, mais aussi à leur indépendance énergétique. **L'investissement** demeure soutenu, notamment dans les technologies de l'information. Du côté des ménages, malgré une confiance érodée, la **consommation** reste résiliente. Une consommation objectivement soutenue par les cadeaux fiscaux votés l'année dernière dans le cadre du One Big Beautiful Bill Act, pour 3 500 Mds\$, qui, par nature, bénéficient à ceux qui paient des impôts. Cela nous renvoie à cette **économie à deux vitesses**, tirée par les plus aisés. Un phénomène qui s'autoentretient grâce à la hausse du marché actions et à son effet de richesse.

Sur le vieux continent, la croissance débute l'année sur une note morose (+0,1 % au T1) et les espoirs de reprise s'amenuisent. Le ralentissement a jusqu'à présent surtout touché les services, mais **l'industrie** pourrait rapidement suivre. La bonne tenue des PMI manufacturiers s'explique par des commandes de précaution, par crainte de pénuries. Parallèlement, la **confiance** des consommateurs s'est nettement dégradée, alors que la hausse des prix de l'énergie pèse. Le choc anéantit les espoirs de voir les taux d'épargne baisser (proche de 15 % !) ... Les plans de relance de la Commission européenne et de l'Allemagne devraient toutefois contribuer à amortir l'impact du choc, bien que ceux-ci prennent du retard dans leur déploiement.

Comme pour la croissance, **le choc énergétique est généralisé, mais son ampleur varie selon les régions**. L'inflation et les prix à la production se tendent à l'échelle mondiale, atteignant 6 % aux États-Unis. Dans ce contexte, les banques centrales restent prudentes et privilégient le statu quo afin d'évaluer l'ampleur des perturbations, notamment le risque d'effets de second tour (inflation salariale). **La Fed, forte de son double mandat**, dispose de plus de marge de manœuvre, se concentrant sur une vision de long terme, notamment autour de l'emploi. À l'inverse, **la BCE se focalise sur la stabilité des prix**. Celle-ci devrait relever ses taux dès juin, au risque que ce resserrement « tactique » apparaisse a posteriori comme une erreur de politique monétaire.

Après le trou d'air du mois de mars, l'indice MSCI World a gagné 4,4 % en mai, après avoir progressé de 10,2 % en avril. Il s'agit de sa meilleure séquence sur deux mois depuis le rebond post-Covid de 2020. Le S&P 500 est au bord du bull market, soit une progression de près de 20 % depuis son point bas, contre plus de 30 % pour le Nasdaq. Le rebond est plus limité pour l'Euro Stoxx 50, qui ne renoue pas encore avec ses plus hauts. Dans le même temps, le Brent s'est rapproché des 90 dollars après avoir reculé de 19 % en mai, soit sa plus forte baisse mensuelle depuis mars 2020 et le début de la pandémie. **Les perspectives de BPA restent nettement orientées à la hausse pour 2026-2027, tandis que les valorisations reviennent vers leurs moyennes à 5 ans**.

Retrouvez nos **convictions** géographiques et par classes d'actifs à la page 8.

Synthèse des performances marchés Actions

Le mois de mai 2026 a été marqué par la poursuite du rebond des marchés actions mondiaux malgré un environnement macroéconomique particulièrement complexe. Le MSCI World a progressé de +4,37 %, porté par la résilience des marchés américains et par la forte surperformance de l'Asie-Pacifique (+8,33 %), tandis que l'Europe est restée plus en retrait avec une hausse de +2,56 %. Les investisseurs ont dû composer avec un contexte géopolitique tendu marqué par le conflit entre les États-Unis et l'Iran, une remontée des tensions inflationnistes liées au choc énergétique ainsi que des anticipations de politique monétaire plus restrictives des deux côtés de l'Atlantique. Malgré cela, l'apaisement géopolitique de fin de mois a favorisé un net retour de l'appétit pour le risque.

Sur le plan des styles d'investissement, le mois a été dominé par le retour en force des segments Growth (+6,89 %) et Momentum (+7,61 %), largement devant les stratégies Value (+2,02 %). Les grandes capitalisations ont également continué de surperformer les petites et moyennes valeurs, illustrant la concentration persistante de la hausse sur un nombre limité de leaders mondiaux.

La dynamique sectorielle est restée extrêmement polarisée. Le secteur technologique a largement dominé les performances avec une progression de +15,9 %, porté par l'ensemble de la chaîne de valeur de l'intelligence artificielle. Les semi-conducteurs, les équipements technologiques et les logiciels ont bénéficié de résultats trimestriels supérieurs aux attentes ainsi que d'une nouvelle accélération des investissements dans les infrastructures numériques. Les publications d'AMD, Nvidia, Dell ou Cisco ont confirmé l'accélération des dépenses des hyperscalers et renforcé la conviction des investisseurs quant au caractère durable du cycle d'investissement lié à l'IA.

Les secteurs traditionnellement défensifs ont sous-performé. L'énergie a reculé de -6,16 %, pénalisée par la forte correction du prix du pétrole en fin de mois après les avancées diplomatiques entre les États-Unis et l'Iran. Les services aux collectivités (-5,42 %) ont souffert de la remontée des taux obligataires longs, tandis que les biens de consommation de base ont été pénalisés par les inquiétudes persistantes sur les marges et le pouvoir d'achat des ménages. Le secteur de la santé a affiché une progression plus modérée (+1,72 %), conservant néanmoins son caractère défensif dans un environnement géopolitique incertain.

La saison des résultats a constitué le principal moteur du marché. Les grandes valeurs technologiques ont très largement dépassé les attentes, confortant le scénario d'une accélération structurelle des dépenses liées à l'IA. Cette dynamique a alimenté d'importants flux vers les valeurs de croissance américaines et asiatiques, tandis que les actions européennes ont continué de subir des sorties de capitaux. Dans ce contexte, les thématiques liées à l'IA continuent d'offrir les perspectives de croissance les plus attractives. Néanmoins, la concentration croissante de la performance sur un nombre réduit de valeurs et le niveau élevé des valorisations invitent à conserver une approche sélective et disciplinée.

| Classe d'actifs (en USD) | Performances mai 2026 | Performances 2026 YTD |
|------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Géographies | | |
| MSCI World | 4,4% | 9,8% |
| MSCI Europe (en EUR) | 2,6% | 5,7% |
| MSCI North America | 5,0% | 10,5% |
| MSCI Asia Pacific | 8,3% | 22,0% |
| Styles | | |
| MSCI World Value | 2,0% | 9,9% |
| MSCI World Growth | 6,9% | 9,7% |
| Capitalisations | | |
| MSCI World Large | 4,9% | 10,6% |
| MSCI World Mid | 2,7% | 9,9% |
| MSCI World Small | 3,8% | 14,8% |
| MSCI World Micro | 3,7% | 11,6% |
| Secteurs (MSCI WORLD) | | |
| Consumer Discretionary | 3,2% | 0,8% |
| Consumer Staples | -2,3% | 3,7% |
| Energy | -6,2% | 24,9% |
| Financials | 0,1% | -0,7% |
| Health Care | 1,7% | -3,8% |
| Industrials | -0,1% | 11,3% |
| Information Technology | 15,9% | 23,8% |
| Materials | 3,0% | 14,9% |
| Communication Services | 0,0% | 8,1% |
| Utilities | -5,4% | 5,7% |

Source : Bloomberg / APICIL AM arrêté au 31/05/2026

Valeur à l'affiche

Koninklijke BAM Groep (+19,2 % sur le mois) : 2,9 Md€ de capitalisation

BAM Groep est l'un des principaux groupes européens de construction et d'infrastructures, actif aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Belgique. Le groupe intervient dans les secteurs du bâtiment, du génie civil, des infrastructures de transport et des projets liés à la transition énergétique.

Le titre a progressé de 19,2 % sur le mois, porté par une combinaison de résultats solides et d'amélioration du sentiment des investisseurs à l'égard du secteur. Lors de sa publication du premier trimestre, BAM a confirmé la bonne dynamique de ses activités avec une croissance des revenus, une amélioration de la rentabilité opérationnelle et un carnet de commandes maintenu à un niveau élevé de 13 milliards d'euros, offrant une forte visibilité sur les prochaines années. La société a également annoncé le lancement d'un programme de rachat d'actions de 40 millions d'euros, illustrant la solidité de sa génération de trésorerie et la confiance du management dans les perspectives du groupe. En fin de période, le titre a bénéficié d'un relèvement de recommandation d'Oddo BHF, qui a souligné une rentabilité sous-jacente au Royaume-Uni supérieure aux attentes ainsi qu'une réduction significative des risques hérités des anciens projets. BAM apparaît aujourd'hui comme l'un des acteurs les mieux positionnés pour bénéficier du cycle d'investissement dans la construction et la modernisation des infrastructures européennes.

NOTRE ALLOCATION

| CLASSE D'ACTIFS | GRILLE D'ALLOCATION APICIL AM | | | | |
|--------------------|-----------------------------------|---------------|--------------------------------------|---------------|----------|
| | PONDERATIONS TACTIQUES SUR 1 MOIS | RÉVISION/MOIS | PONDERATIONS STRATÉGIQUES SUR 6 MOIS | RÉVISION/MOIS | |
| Actions | Exposition actions | + | ↑ | + | Inchangé |
| | S&P 500 | + | Inchangé | + | Inchangé |
| | Euro Stoxx 50 | = | Inchangé | = | Inchangé |
| | Footsie 100 | = | Inchangé | = | Inchangé |
| | Topix | = | ↑ | = | Inchangé |
| | MSCI pays émergents | = | Inchangé | + | ↑ |
| Obligations euro | Exposition obligations euro | - | Inchangé | = | Inchangé |
| | Obligations Core | - | Inchangé | = | Inchangé |
| | Obligations périphériques | = | Inchangé | + | ↑ |
| | Indexées inflation | = | Inchangé | = | Inchangé |
| | Investment Grade | + | Inchangé | + | Inchangé |
| | High Yield | = | Inchangé | = | Inchangé |
| | subordonnées financières | = | Inchangé | = | Inchangé |
| Matières premières | Exposition matières premières | + | Inchangé | = | Inchangé |
| | Pétrole | = | Inchangé | - | Inchangé |
| | Or | + | Inchangé | + | Inchangé |
| Devises | Cash (Euro) | = | Inchangé | - | Inchangé |
| | Dollar | = | Inchangé | = | Inchangé |
| | Livre sterling | = | Inchangé | = | Inchangé |
| | Yen | + | Inchangé | + | Inchangé |

Sources : Bloomberg, APICIL AM au 31/05/2026

PERFORMANCES DES MARCHÉS

| Classe d'actifs | Performances | |
|--|--------------|-------|
| | Mai | 2026 |
| Actions Japon (Topix) | 6,2% | 17,3% |
| Actions Etats-Unis (S&P 500) | 5,3% | 11,3% |
| Euro Stoxx 50 | 3,7% | 6,2% |
| CAC 40 | 2,4% | 2,7% |
| Obligations long terme Italie | 1,9% | 0,6% |
| Chine (CSI 300) | 1,8% | 5,7% |
| Obligations long terme Espagne | 1,4% | 1,2% |
| Obligations long terme France | 1,3% | 1,4% |
| Euro - Yen | 1,1% | 0,9% |
| Obligations long terme Allemagne | 1,0% | 0,6% |
| Crédit High Yield euro | 0,9% | 1,0% |
| Obligations émergentes (devises locales) | 0,9% | 1,4% |
| Crédit Investment Grade Etats-Unis | 0,9% | 0,7% |
| Crédit Investment Grade euro | 0,9% | 0,8% |
| Euro - Livre sterling | 0,5% | -0,6% |
| Crédit High Yield Etats-Unis | 0,5% | 1,6% |
| Obligations long terme Etats-Unis | 0,0% | -0,4% |
| Euro - Dollar | -0,6% | -0,7% |
| OR | -1,7% | 5,1% |
| Inde (Nifty 50) | -1,9% | -9,9% |
| Brésil (Bovespa) | -7,2% | 7,9% |
| Pétrole | -11,9% | 53,2% |

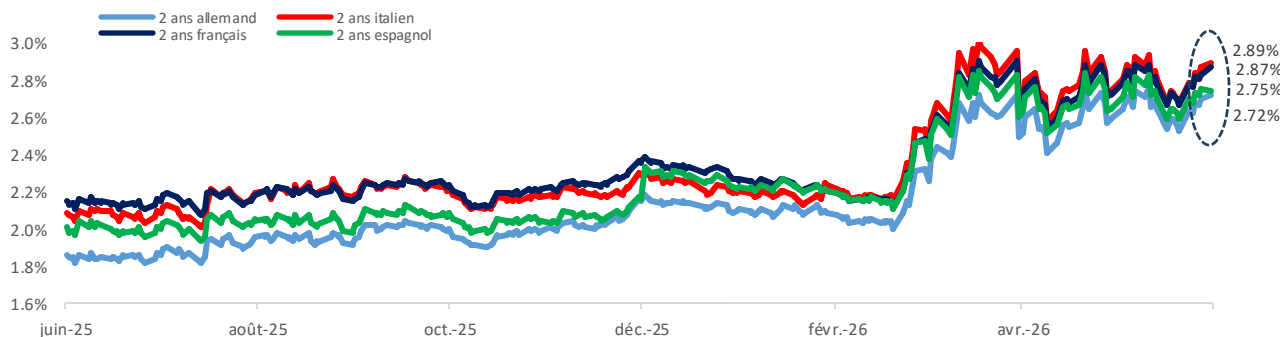
Sources : Bloomberg, APICIL AM au 29/05/2026

Zone euro : une Banque centrale européenne face à un dilemme.

Durcir la politique monétaire à contretemps. C'est le risque que va potentiellement prendre la BCE, qui semble s'apprêter à relever ses taux de 25 points de base ce 11 juin alors même que **l'activité montre des signes de plus en plus nets d'essoufflement.** L'inflation a accéléré à 3,2 % en mai, soit 0,2 point de plus qu'en avril, sous l'effet d'une inflation des prix de l'énergie toujours à deux chiffres et, surtout, d'une poussée de l'inflation des services à 3,5 %, qui tire l'inflation cœur en zone euro à 2,5 %. Les dynamiques nationales divergent : l'Allemagne reflue légèrement à 2,6 % (surtout en raison des baisses de taxes temporaires), la France ne progresse qu'à 2,4 % sous l'effet d'une hausse réglementée du gaz, tandis que l'Italie et l'Espagne dépassent désormais 3 %, l'économie italienne étant encore plus sensible aux prix de l'énergie et des transports. Cette persistance de l'inflation au-dessus de la cible, conjuguée aux différentes prises de parole plutôt « hawkish » des gouverneurs de la banque centrale, rend extrêmement probable une à deux hausses de taux en 2026. Mais derrière la décision monétaire, **l'économie réelle se dégrade.** Les ventes au détail ont reculé de 0,4 % en avril, l'un des premiers indicateurs concrets à intégrer le choc inflationniste lié au conflit iranien ; la baisse est généralisée, touchant aussi bien les carburants que les biens non alimentaires, et fait suite à un net repli de la confiance des ménages. **La consommation, principal moteur de croissance, risque clairement de se contracter au deuxième trimestre,** la combinaison d'une inflation plus élevée, d'une confiance dégradée et de craintes croissantes sur l'emploi poussant les ménages à comprimer leurs dépenses. **Le marché du travail demeure pour l'heure un point d'ancrage,** avec un chômage stable à 6,3 % en avril, au plus bas historique, **mais cette résilience paraît fragile,** les enquêtes confirmant cet essoufflement : le PMI composite, certes révisé en légère hausse à 48,5 en mai, reste en zone de contraction, l'activité des services se repliant dans la plupart des grandes économies. In fine, la BCE ne durcit pas pour freiner une économie en surchauffe, mais pour ancrer les anticipations face à un choc d'offre persistant, **avec un risque élevé de freiner encore plus une économie déjà en peine.**

Quelles conclusions en tirer pour les portefeuilles obligataires ? Dans ce contexte, nous estimons que deux hausses de taux sont probables en 2026, mais **qu'une troisième constituerait un durcissement des conditions économiques trop marqué pour que l'économie européenne puisse l'absorber.** Un tel environnement pèserait en effet directement sur le refinancement des entreprises, qui peineraient à se financer à des niveaux compatibles avec la pérennité de leur activité. **Ces anticipations offrent une vraie opportunité pour se positionner sur les taux courts,** où le portage est très attractif (cf. graphique ci-dessous). De plus, la probabilité de voir moins de hausses qu'anticipé par le marché nous paraît supérieure au scénario inverse, ce qui plaiderait pour une détente des taux courts sur les différentes courbes souveraines en euros. Sur les taux longs, en revanche, le refinancement des budgets des États de la zone euro demeure le sujet central et ne nous semble pas laisser de place à une détente à horizon 6 mois ou plus. Du côté du crédit, les primes demeurent comprimées et le portage attractif. Les flux se maintiennent à des niveaux soutenus, tant sur l'Investment Grade que sur le High Yield. **Pour conclure, nous continuons de penser que le portage sera la source de performance la plus stable et la plus fiable** dans cet environnement de marché incertain.

Évolution des taux à 2 ans en zone euro



Sources : Bloomberg, APICIL AM au 08/06/2026

LES ENTREPRISES QUI FONT LA DIFFÉRENCE SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT

Paprec : Démarrage 2026 solide, avec un chiffre d'affaires en hausse de 7,8 % au T1 à 813 millions d'euros et des volumes en progression de 4,3 %, portés par les services et les nouveaux contrats. La marge brute se maintient à 71 %, mais l'EBITDA stagne à 135,5 millions (marge -1,3 point à 16,7 %) sous l'effet de la masse salariale. Le free cash-flow ressort négatif à -165 millions (BFR, capex, acquisitions), portant la dette nette à 1,97 milliard pour un levier de 3,1x que le groupe vise à 3x.

CMA CGM : Premier trimestre 2026 en net retrait, CMA avec un chiffre d'affaires quasi stable à 13,2 milliards de dollars mais un EBITDA en chute de 32 % à 2,1 milliards (marge de 16 %). La pression se concentre sur le maritime sous l'effet des surcapacités, partiellement amortie par la Logistique et les Autres activités. Le cash burn de 1,4 milliard porte le levier à 2,3x contre 1,9x fin 2025, cohérent avec le positionnement double-B, et la liquidité reste très solide.

SoftBank : Résultats 2025/26 spectaculaires mais fragiles, avec un résultat net part du groupe quadruplé à 5,0 billions de yens dont l'essentiel provient de la revalorisation latente d'OpenAI (6,7 billions). L'engagement envers OpenAI s'accélère, à 64,6 milliards de dollars au total pour 13 % du capital, financé en partie par un prêt relais de 40 milliards. La notation Ba2 / BB+ perspective négative reflète cette dépendance structurelle à un seul nom et à des valorisations non réalisées.

OR



Après une ascension spectaculaire qui l'avait porté à un record proche de 5 400 \$ l'once fin janvier, l'or a passé le mois de mai à consolider. Le métal a évolué dans une fourchette de 4 450 à 4 740 \$, terminant le mois autour de 4 540 \$, en recul de 1,6 %, et se traitant près de 4 480 \$ au 4 juin.

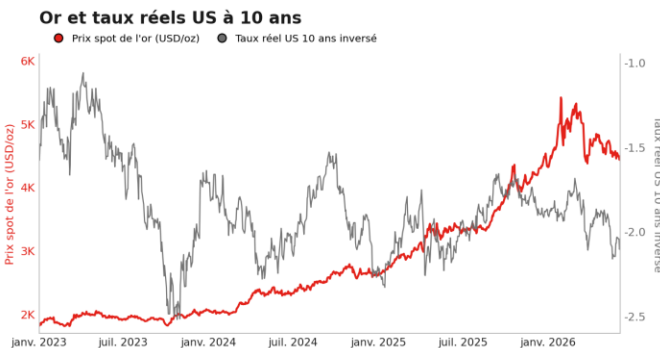
La photographie reste impressionnante sur un an, puisque l'or progresse encore d'environ 33 % par rapport à juin 2025, mais le cours s'inscrit désormais près de 17 % sous son sommet de janvier. Le repli de mai tient à un cocktail de vents contraires classiques. Les taux d'intérêt réels américains à dix ans sont remontés vers 2,1 %, renchérissant le coût d'opportunité d'un actif qui ne verse aucun rendement.

Le dollar s'est raffermi face aux grandes devises, et l'inflation s'est réaccélérée à 3,8 %, en partie sous l'effet du choc pétrolier, ce qui a conduit les marchés à écarter les baisses de taux de la Fed. Paradoxe : la guerre au Moyen-Orient, que l'on imaginerait porteuse pour l'or, a surtout joué contre lui en alimentant l'inflation, donc les taux réels, donc le dollar.

Les ETF aurifères ont d'ailleurs enregistré de modestes sorties sur la période. Sous la surface, les piliers structurels demeurent intacts. Les banques centrales ont acheté quelque 244 tonnes au premier trimestre, et le Conseil mondial de l'or anticipe 750 à 850 tonnes sur l'année ; la demande physique en Asie reste soutenue, puisque les acheteurs de lingots et de pièces sont revenus dès que les prix ont reculé. Une nouvelle montée de tension entre Washington et Téhéran, le 28 mai, a brièvement fait plonger le cours avant qu'il ne se redresse.

Le graphique illustre une singularité de ce cycle : l'or a continué de grimper alors même que les taux réels remontaient, comme le montre la ligne grise inversée, une décorrélation rare qui traduit le rôle moteur des achats officiels.

Ce que mai a montré ressemble ainsi à une respiration au sein d'un mouvement de fond, davantage qu'à un retournement.



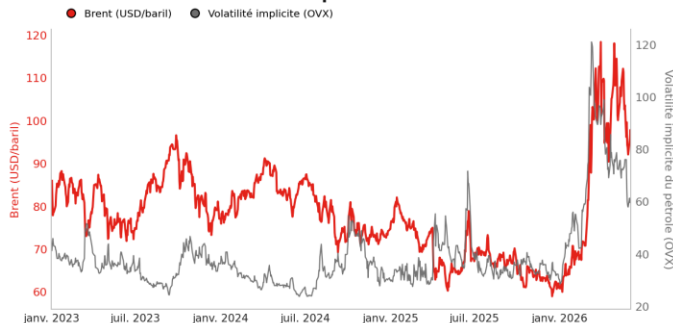
Sources : Apicil AM, Bloomberg au 03/06/2026

RECOMMANDATION OR
(1 MOIS + / 6 MOIS +)

PÉTROLE



Pétrole Brent et volatilité implicite



Sources : Apicil AM, Bloomberg au 03/06/2026

Mai aura été le mois de la décompression pour le brut. Après le pic de guerre proche de 118 \$ atteint en mars sur fond de fermeture d'Ormuz, et alors que la nervosité du marché pétrolier s'était envolée à un niveau record, le scénario s'est inversé. L'optimisme autour d'un cessez-le-feu, Washington et Téhéran s'étant "globalement entendus" sur un protocole de 60 jours suspendant les hostilités, a fait refluer le Brent d'environ 19 % sur le mois, d'à peu près 108 \$ à 92 \$, soit près de 25 % sous le sommet du printemps.

Cette nervosité est elle aussi retombée de moitié. Le baril s'est stabilisé dans le bas de la fourchette des 90 \$, autour de 95 \$ au 4 juin. La prudence reste toutefois de mise, et une prime de risque substantielle subsiste. La réouverture d'Ormuz ne serait que partielle, les infrastructures du Golfe (raffineries, oléoducs) ont été endommagées et les exportations iraniennes se sont effondrées, sous 0,3 million de barils par jour en mai contre 1,7 en mars. Les stocks restent entamés et la sécurité des tankers demeure fragile. Côté offre, la production de l'OPEP+ a reculé d'environ 1,74 million de barils par jour en avril, et l'organisation a abaissé sa prévision de croissance de la demande 2026 à 1,17 million.

Aux États-Unis, les producteurs ont réagi : le nombre de puits actifs est remonté de 407 à 429, et les stocks de brut ont entamé un net reflux en mai. Au total, malgré la détente, le Brent reste environ 50 % au-dessus de ses niveaux de fin 2025, autour de 61 \$.

Le consensus de marché table sur une fourchette de 90 à 100 \$ tant qu'une paix durable n'est pas actée.

RECOMMANDATION PÉTROLE
(1 MOIS = / 6 MOIS =)

EURO / DOLLAR



L'euro s'est déprécié face au dollar, reculant de 0,61 % sur l'ensemble du mois. Après un début de période encore porté par les espoirs de désescalade au Moyen-Orient, la parité a nettement reflué à la mi-mai. Le billet vert a retrouvé le soutien de son statut de valeur refuge, mais surtout celui des taux américains, dans un contexte de remontée rapide des rendements souverains et de révision des anticipations de politique monétaire.

Aux États-Unis, les données publiées au cours du mois ont confirmé la persistance des pressions inflationnistes. L'inflation totale a atteint 3,8 % en avril, tandis que les prix à la production ont progressé de 6,4 %. Dans ce contexte, le rendement du Treasury à 10 ans s'est temporairement rapproché de 4,60 %, alors que les marchés ont commencé à réintégrer la possibilité d'un nouveau resserrement monétaire d'ici la fin de l'année. Cette remontée des taux a permis au dollar de reconstituer une partie de son avantage de portage.

En zone euro, les signaux sont restés plus ambigus. L'inflation s'est redressée à 3,2 % en mai, confortant le scénario d'un relèvement de 25 pb de la BCE en juin. L'économie européenne demeure toutefois plus exposée au choc pétrolier, qui conjugue hausse des prix importés et affaiblissement de l'activité. Parallèlement, la forte décade du pétrole en fin de mois, alimentée par les discussions autour d'une prolongation du cessez-le-feu et d'une réouverture du détroit d'Ormuz, a réduit le risque d'un enchaînement rapide de hausses de taux de la BCE.

À court terme, l'évolution de la parité devrait rester dictée par les anticipations de taux et les développements géopolitiques. Le dollar continue de bénéficier d'un avantage de portage et d'une économie moins exposée au choc énergétique. Une désescalade durable au Moyen-Orient pourrait néanmoins rapidement éroder sa prime de refuge et permettre à l'euro de regagner du terrain. Dans ce contexte, nous conservons un positionnement neutre.

**RECOMMANDATION DOLLAR
(1 MOIS = / 6 MOIS =)**

EURO / LIVRE STERLING



L'euro s'est apprécié de 0,47 % face à la livre sterling en mai, effaçant une partie du mouvement observé le mois précédent. La devise britannique a d'abord conservé le soutien de taux courts élevés et d'une Banque d'Angleterre toujours attentive au risque inflationniste. Mais ce soutien s'est progressivement érodé, à mesure que les données domestiques et la détente des prix de l'énergie ont réduit l'urgence d'un nouveau resserrement monétaire.

L'inflation britannique a ralenti plus fortement qu'attendu en avril, à 2,8 % sur un an contre 3,3 % en mars. Ce reflux n'écarte pas le risque d'une nouvelle accélération liée à l'énergie, mais il a permis aux investisseurs de modérer les anticipations de hausse de taux de la Banque d'Angleterre. En fin de mois, Andrew Bailey a d'ailleurs indiqué qu'il n'était pas nécessaire de relever les taux dans l'urgence, privilégiant l'observation des effets de second tour et de la dynamique des salaires. La baisse de près de 19 % du pétrole en mai a conforté cette posture prudente. Cette prudence

reste cohérente avec une activité qui a néanmoins surpris favorablement, avec une croissance de 0,6 % au premier trimestre, principalement portée par les services. Ces données décrivent toutefois en grande partie la situation précédant la pleine transmission du choc énergétique. Le Royaume-Uni demeure vulnérable à la hausse du coût des importations, tandis que les incertitudes politiques et budgétaires continuent de peser sur les actifs britanniques.

Nous restons prudents sur la livre sterling, dont les principaux soutiens semblent désormais largement intégrés. Une inflation plus modérée et la détente des prix de l'énergie pourraient réduire durablement les anticipations de hausse des taux et favoriser une poursuite de la remontée de l'EUR/GBP.

**RECOMMANDATION LIVRE STERLING
(1 MOIS = / 6 MOIS =)**

EURO / YEN



Le yen s'est de nouveau déprécié face à l'euro en mai, entraînant une hausse de 1,1 % de la parité EUR/JPY. Après s'être nettement repris lors des dernières séances d'avril, dans le sillage des interventions des autorités japonaises, la devise a rapidement retrouvé ses fragilités. Le différentiel de taux, la remontée des rendements américains et européens, ainsi que la forte exposition du Japon au choc pétrolier ont de nouveau pesé sur le yen.

Le ministère des Finances japonais a confirmé avoir mobilisé 11 700 milliards de yens, soit près de 74 milliards de dollars, pour soutenir la devise entre fin avril et fin mai. D'une ampleur exceptionnelle, ces interventions ont permis de freiner la baisse du yen, sans toutefois en modifier durablement les déterminants fondamentaux.

Sur le plan monétaire, le débat reste ouvert au sein de la Banque du Japon. Lors de la réunion d'avril, trois membres sur neuf avaient voté en faveur d'un relèvement du taux directeur de 0,75 % à 1,00 %, et plusieurs prises de parole en mai ont confirmé qu'un nouveau mouvement restait envisageable. La croissance du premier trimestre, estimée à 2,1 % en rythme annualisé, a constitué un signal encourageant. Mais le ralentissement de l'inflation en avril, à 1,4 % sur un an, réduit l'urgence d'une hausse de taux dès juin et permet à la BoJ de temporiser.

Le Japon demeure par ailleurs particulièrement vulnérable au choc pétrolier. Le renchérissement des importations dégrade les termes de l'échange, pèse sur le revenu des ménages et alimente l'inflation importée, sans nécessairement renforcer l'inflation domestique recherchée par la Banque du Japon. Dans le même temps, les anticipations de hausse de taux de la BCE ont accru le différentiel de rendement entre la zone euro et le Japon. Dans ce contexte, les stratégies de portage sont restées défavorables au yen.

Nous restons constructifs sur le yen à moyen terme. La normalisation de la BoJ, la vigilance des autorités et la dynamique salariale devraient finir par soutenir la devise.

**RECOMMANDATION YEN
(1 MOIS + / 6 MOIS +)**

Nous prévoyons ainsi une seconde partie d'année positive pour les marchés actions. Nous écrivions en début d'année que le marché serait tracté par la progression des résultats d'entreprises et des bénéfices par action. En Europe, l'investisseur reste correctement rémunéré pour être positionné, grâce aux dividendes et aux rachats d'actions. Nous maintenons toutefois notre préférence pour les indices actions américains, aussi bien à court terme, compte tenu de l'incertitude encore liée au conflit au Moyen-Orient, qu'à horizon de fin d'année. Outre la dynamique de l'IA et la robustesse de la croissance américaine déjà évoquées, cette préférence s'appuie sur les potentielles mesures de soutien de l'administration Trump à l'approche des élections de mi-mandat de novembre.

Les projections de dépenses colossales des États incitent à la prudence sur les taux souverains, notamment sur la partie longue des courbes. À court terme, les niveaux extrêmes atteints sur les taux à travers le monde justifiaient toutefois une forme de capitulation et offraient une opportunité pour rajouter de la duration. Le segment du crédit a globalement traversé de manière sereine cet épisode de stress, sans renouer avec les niveaux de spreads observés lors de la guerre commerciale. Les spreads de crédit restent resserrés, mais cela s'explique en partie par des raisons structurelles (composition des baskets, qualité, restructuration le cas échéant). À court et moyen terme, le contexte reste donc propice au crédit, en l'absence d'une envolée des défauts et dans un environnement économique encore largement résilient. Le portage est toujours attractif.

ALLOCATION PATRIMONIALE (MAX 30% ACTIONS / MAX 40% Fonds €)

| Classe d'actifs | Sous-classe d'actifs | Poids | Variation / mois | Poids classe d'actifs | Variation / mois | |
|---------------------------|--|--------------------|------------------|-----------------------|------------------|---|
| Fonds € | Fonds € | 5% | = | 5% | = | |
| Monétaires | Fonds monétaires | 5% | = | 5% | = | |
| Immobilier | Immobilier non coté | 20% | = | 20% | = | |
| Obligations | Obligations d'Etat | 6% | = | 41% | = | |
| | Obligations d'entreprises Investment Grade | 29% | = | | | |
| | Obligations High Yield | 5% | = | | | |
| | Obligations émergentes | 1% | = | | | |
| Actions | Géographiques | France | 0% | = | 26% | = |
| | | Europe | 4% | ↑ | | |
| | | Grande-Bretagne | 4% | = | | |
| | | Etats-Unis | 11% | = | | |
| | | Japon | 2% | = | | |
| | | Actions émergentes | 0% | = | | |
| | Thématiques | Technologiques | 5% | = | | |
| | | Santé | 0% | ↓ | | |
| Small caps | | 0% | = | | | |
| Matières premières | Indice global | Diversifiés | 3% | = | 3% | = |

ALLOCATION ÉQUILIBRE (MAX 60% ACTIONS / MAX 30% Fonds €)

| Classe d'actifs | Sous-classe d'actifs | | Poids | Variation / mois | Poids classe d'actifs | Variation / mois |
|---------------------------|--|--------------------|-------|------------------|-----------------------|------------------|
| Fonds € | Fonds € | | 1% | = | 1% | = |
| Monétaires | Fonds monétaires | | 5% | = | 5% | = |
| Immobilier | Immobilier non coté | | 15% | = | 15% | = |
| Obligations | Obligations d'Etat | | 2% | = | 31% | = |
| | Obligations d'entreprises Investment Grade | | 24% | = | | |
| | Obligations High Yield | | 3% | = | | |
| | Obligations émergentes | | 2% | = | | |
| Actions | Géographiques | France | 0% | = | 43% | = |
| | | Europe | 7% | ↑ | | |
| | | Grande-Bretagne | 6% | = | | |
| | | Etats-Unis | 19% | = | | |
| | | Japon | 2% | = | | |
| | | Actions émergentes | 1% | = | | |
| | Thématiques | Technologiques | 8% | = | | |
| | | Santé | 0% | ↓ | | |
| Small caps | | 0% | = | | | |
| Matières premières | Indice global | Diversifiés | 5% | = | 5% | = |

ALLOCATION DYNAMIQUE (MAX 100% ACTIONS / MAX 20% Fonds €)

| Classe d'actifs | Sous-classe d'actifs | | Poids | Variation / mois | Poids classe d'actifs | Variation / mois |
|---------------------------|--|--------------------|-------|------------------|-----------------------|------------------|
| Fonds € | Fonds € | | 1% | = | 1% | = |
| Monétaires | Fonds monétaires | | 5% | = | 5% | = |
| Immobilier | Immobilier non coté | | 10% | = | 10% | = |
| Obligations | Obligations d'Etat | | 2% | = | 21% | = |
| | Obligations d'entreprises Investment Grade | | 17% | = | | |
| | Obligations High Yield | | 2% | = | | |
| | Obligations émergentes | | 0% | = | | |
| Actions | Géographiques | France | 0% | = | 56% | = |
| | | Europe | 8% | ↑ | | |
| | | Grande-Bretagne | 7% | = | | |
| | | Etats-Unis | 26% | = | | |
| | | Japon | 2% | = | | |
| | | Actions émergentes | 2% | = | | |
| | Thématiques | Technologiques | 10% | = | | |
| | | Santé | 0% | ↓ | | |
| Small caps | | 1% | = | | | |
| Matières premières | Indice global | Diversifiés | 7% | = | 7% | = |

Document terminé de rédiger le 10 juin 2026. Sources : Apicil AM, Bloomberg. Performances dividendes réinvestis arrêtées au 29 mai 2026.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel et ne constituant pas une communication à caractère promotionnel. Le présent document contient des éléments d'information, des opinions et des données chiffrées que Apicil AM considère comme exactes ou fondées au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier du moment. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée au sens de l'article D.321-1 5° du Code monétaire et financier.