

MAI 2026

HOUSE VIEWS

Tensions sur les taux

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel

Une inquiétude commune : le retour de l'inflation

Le maintien du blocage du détroit d'Ormuz et des tensions sur les prix du pétrole ont récemment été suivies de nouvelles tensions sur les taux d'intérêt. Cette remontée visible des deux côtés de l'Atlantique reflète une inquiétude du retour du risque inflationniste lié à la hausse des prix de l'énergie et la perspective de politiques monétaires durablement restrictives. Mais cette apparente synchronisation masque des réalités économiques différentes.

Des histoires différentes

Aux États-Unis, la conjoncture apparaît nettement plus robuste, portée par un marché du travail qui réaccélère, une politique budgétaire accommodante et l'essor de l'IA. Le choc énergétique s'ajoute ainsi à des tensions déjà présentes, renforçant le risque d'une inflation persistante qui pourrait justifier un nouveau durcissement monétaire de la Réserve fédérale. En Europe, la hausse des prix de l'énergie intervient dans un contexte macroéconomique nettement plus fragile. L'activité reste contrainte par un affaiblissement de la demande intérieure, un cycle industriel atone et des coûts de financement déjà pesants pour les agents économiques. Les anticipations d'un durcissement significatif de la BCE paraissent ainsi exagérées.

Une vue positive dollar à court terme

Dans ce contexte de crainte de plus d'inflation mais d'activité résiliente, nous maintenons notre préférence pour les marchés actions par rapport aux obligations. Nous restons cependant plus exposés aux marchés actions américains par rapport aux marchés européens, du fait des dynamiques conjoncturelles différentes entre les deux régions. En outre, nous anticipons dorénavant un mouvement plus favorable sur le dollar à court terme, du fait d'un ajustement des anticipations de politique monétaire. Enfin, nous conservons une vue positive sur le secteur de l'IA, notamment sur les marchés asiatiques. Nous réduisons notre exposition au marché actions chinois afin de privilégier les marchés émergents davantage exposés à ce secteur et dans un cadre d'activité chinoise au ralenti.

Des thématiques d'investissement d'actualité

L'**indépendance énergétique** reste un axe stratégique durable, soutenu par des investissements massifs dans les infrastructures et la sécurité d'approvisionnement. Les **métaux industriels** continuent de bénéficier de la transition énergétique, de l'électrification et des besoins croissants liés à l'IA. Enfin, dans un environnement de taux durablement plus élevés, les **stratégies de portage** renforcent leur attrait, offrant un complément de rendement et de stabilisation dans les portefeuilles exposés aux actifs risqués.

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 22/05/2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

NOS PRINCIPALES CONVICTIONS



Maintien de notre surexposition actions et maintien de notre sous-pondération obligataire. L'activité restera globalement résiliente malgré le choc sur les prix du pétrole et sera accompagnée de plus d'inflation.



À l'équilibre sur le crédit *corporate* et à haut rendement, dans une stratégie de portage attractif.



Préférence pour les actions américaines, soutenues par la dynamique de l'IA et davantage protégées du choc énergétique. Maintien de notre surpondération sur les marchés asiatiques, avec réduction de la Chine pour privilégier les marchés orientés vers l'IA. Position à l'équilibre sur les marchés actions européens, plus sensibles au choc énergétique.

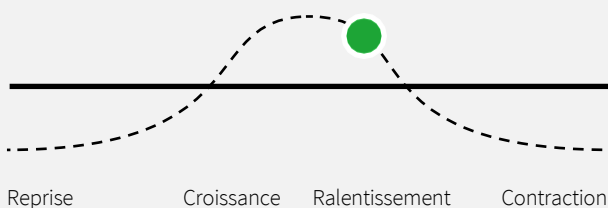


Positif sur le dollar à court terme, dans une optique de réévaluation des trajectoires des politiques monétaires. Maintien de notre exposition à l'or, pour son rôle de couverture et de diversification.

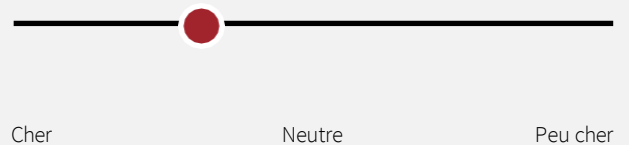
Les principales briques de notre cadre analytique



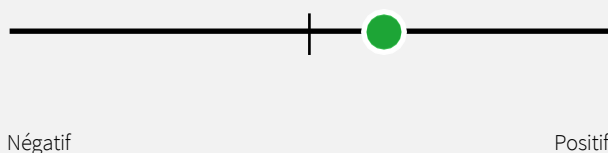
SCÉNARIO ÉCONOMIQUE



VALORISATIONS



MOMENTUM



SENTIMENT



Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 22/05/2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS

Synthèse des vues

	Très sous- pondéré	Sous- pondéré	À l'équilibre	Sur- pondéré	Très sur- pondéré	Variation depuis le comité de avril
ACTIONS						
ACTIONS MONDE				●		=
États-Unis				●		=
Zone Euro			●			=
Royaume Uni			●			=
Japon				●		=
Émergents				●		=
<i>Dont Chine</i>		●				-
MARCHÉ OBLIGATAIRE						
SOUVERAINS						
TAUX		●				=
Etats-Unis	●					=
Zone euro		●				=
Royaume-Uni	●					=
Dettes émergentes (USD)		●				=
Monétaire			●			=
ENTREPRISES						
Entreprises (US)			●			=
Haut rendement (US)			●			=
Entreprises (Europe)			●			=
Haut rendement (Europe)			●			=
DEVICES						
EUR contre USD		●				-
USD contre JPY			●			=
GBP contre USD			●			=
EUR contre CHF		●				=
ALTERNATIVES						
Matières premières		●				=
Or			●			=
Hedge funds		●				=

MARCHÉS ACTIONS : ALLOCATION PAR STYLE

	Croissance	Valeur
États-Unis	●	
Zone Euro		●
Royaume Uni		●

MARCHÉ OBLIGATAIRE : ALLOCATION PAR DURÉE

	En dessous du bench.	Au niveau du bench.	Au dessus du bench.
États-Unis	●		
Zone Euro		●	
Royaume Uni	●		

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 22/05/2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

FOCUS ECONOMIQUE

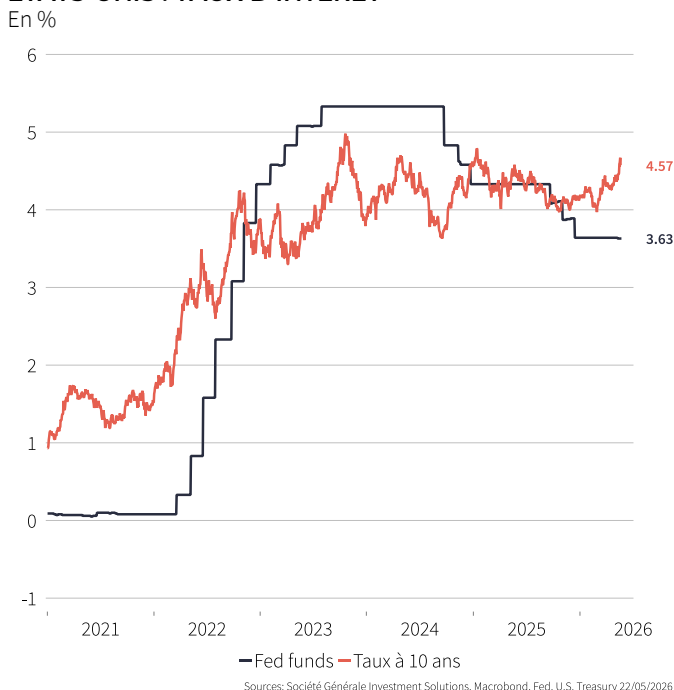
La remontée des prix du pétrole s'accompagne d'un nouveau mouvement de tension généralisée sur les taux d'intérêt. Depuis le début du conflit en Iran, les marchés obligataires des principales économies développées ont nettement réagi : les taux souverains à 10 ans ont ainsi progressé d'environ 70 points de base aux États-Unis, pour atteindre 4,6 %, et de près de 60 points de base en Allemagne et en France, respectivement à 3,2 % et 3,8 %. Ce mouvement reflète avant tout une même inquiétude : celle de voir la hausse des prix de l'énergie alimenter une nouvelle phase inflationniste, susceptible de contraindre les banques centrales à maintenir — voire à renforcer — le caractère restrictif de leur politique monétaire. Autrement dit, le spectre d'un choc pétrolier ravive l'hypothèse d'un cycle de taux durablement élevés. Pour autant, si la réaction des marchés a été globalement synchronisée et d'ampleur comparable, il serait trompeur d'y voir une dynamique homogène. Les fondamentaux macroéconomiques diffèrent sensiblement de part et d'autre de l'Atlantique, suggérant que les trajectoires de taux pourraient différer au cours des prochains mois.

Aux États-Unis, des tensions inflationnistes nourries par une économie toujours résiliente. Aux États-Unis, la remontée des anticipations d'inflation s'inscrit dans un environnement macroéconomique qui demeure solide. La demande intérieure reste bien orientée, soutenue par un marché du travail encore dynamique et une impulsion budgétaire qui demeure significative. En outre, le dynamisme du secteur de l'Intelligence Artificielle s'accompagne d'autres tensions sur les prix, à la fois sur l'électricité et sur les prix des composants.

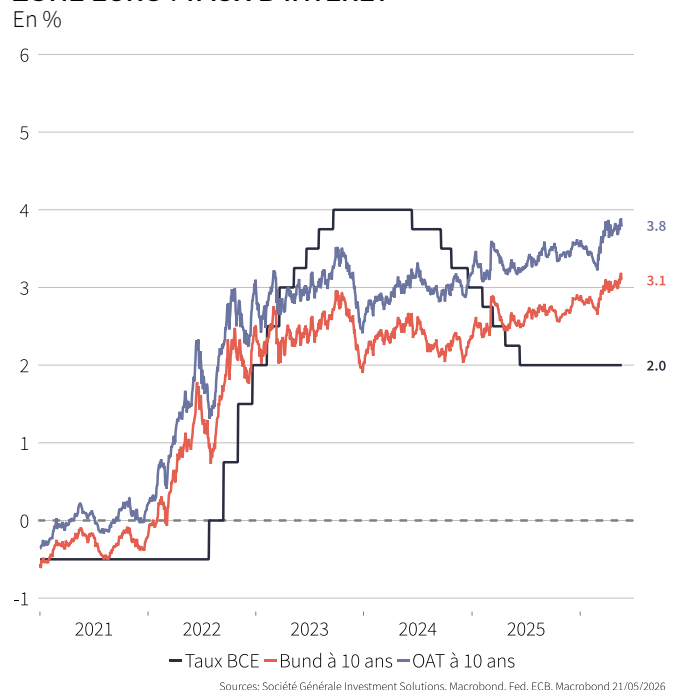
Dans ce contexte, la hausse des prix de l'énergie vient s'ajouter à des tensions déjà présentes, notamment dans les services, et alimente le risque d'une inflation plus persistante qu'anticipé. Dès lors, la Réserve fédérale pourrait se retrouver contrainte de prolonger sa politique monétaire restrictive, avec même un risque de nouvelle hausse des taux directeurs d'ici la fin de l'année. Cette perspective justifie la remontée des taux longs américains, qui intègrent à la fois une prime d'inflation plus élevée et une trajectoire de politique monétaire moins accommodante. Autrement dit, la tension sur les taux reflète ici autant la solidité de l'économie que la persistance des risques inflationnistes.

En zone euro, à l'inverse, la dynamique économique apparaît plus fragile. La situation apparaît sensiblement différente en zone euro. Certes, comme aux États-Unis, la hausse des prix de l'énergie ravive les inquiétudes inflationnistes. Mais elle intervient dans un contexte macroéconomique nettement plus fragile. L'activité reste contrainte par un affaiblissement de la demande intérieure, un cycle industriel atone et des coûts de financement déjà pesants pour les agents économiques. Dans ce cadre, le choc sur les prix du pétrole aurait davantage tendance à peser sur l'activité qu'à générer des pressions inflationnistes durables. D'autant que les pressions inflationnistes sous-jacentes montrent des signes d'apaisement plus marqués qu'outre-Atlantique. Dans ce contexte, les anticipations de marché d'un resserrement prolongé de la politique monétaire de la Banque centrale européenne apparaissent excessives. La récente remontée des taux longs européens semble ainsi plus fragile que celle des États-Unis.

ÉTATS-UNIS : TAUX D'INTÉRÊT



ZONE EURO : TAUX D'INTÉRÊT



MARCHÉS ACTIONS

Maintien de la surpondération

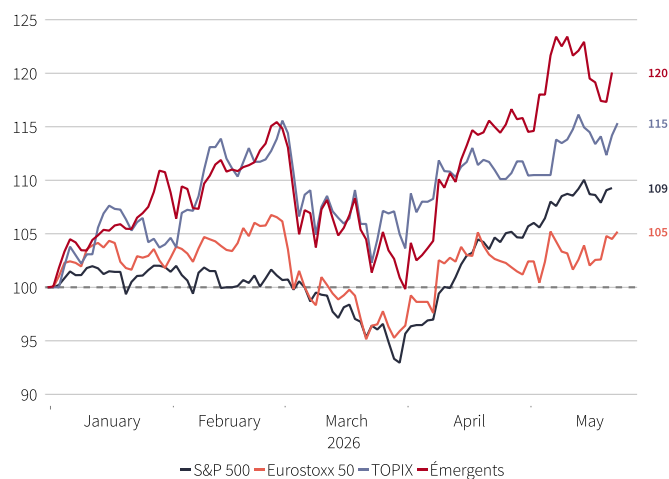
Nous maintenons une surpondération des marchés actions tout en accentuant l'écart entre les marchés européens et américains. Nous renforçons notre exposition à ce dernier, dans un contexte de forte dynamique, soutenue par une nette progression des profits et une activité qui devrait rester robuste. Nous réduisons marginalement notre exposition aux marchés actions européens, en raison d'une conjoncture économique en ralentissement et d'une composition sectorielle peu orientée vers les nouvelles technologies. Nous maintenons la surpondération des marchés émergents, avec un fort biais en faveur des économies d'Asie-Pacifique hors Chine.

ÉTATS-UNIS

Nous renforçons la surpondération sur les marchés actions américains dans un contexte de croissance soutenue des profits, de révisions bénéficiaires à la hausse et de perspectives d'activité favorables au cours des prochains mois. En effet, les marchés américains ont continué de s'inscrire dans une dynamique positive, avec le S&P 500 qui progresse de 14 % depuis le début du trimestre et de 9 % depuis le début de l'année. La progression du Nasdaq est plus marquée, avec une hausse de 23% depuis le début du trimestre et de 16% depuis le début de l'année. La bonne tenue des marchés actions reflète, en premier lieu, la très bonne saison des résultats du T1-26, avec une croissance des bénéfices de 25 % sur un an, largement au-dessus des attentes. Le secteur des nouvelles technologies continue d'être le principal contributeur, avec une croissance des profits supérieure à 40%, reflet des investissements dans l'IA. Au-delà de l'IA, les profits dans les autres secteurs ont également été solides et les perspectives de revenus ont aussi été revues à la hausse. En deuxième lieu, la bonne tenue des marchés reflète la résilience de l'activité américaine, avec une consommation portée par un marché du travail solide et une politique budgétaire plus expansionniste, ainsi qu'un investissement toujours tiré par les dépenses en infrastructures et le déploiement de l'IA. En troisième lieu, les attentes d'un cessez-le-feu durable soutiennent également les cours boursiers. Dans ce contexte, nous maintenons la surpondération sur les actions américaines, avec une préférence pour le style Croissance, porté par la thématique de l'IA.

INDICES ACTIONS RENDEMENT TOTAL

100=31/12/2025, en monnaie locale



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, 21/05/2026

EUROPE

Nous ajustons marginalement notre exposition aux marchés actions européens, tout en conservant une position à l'Équilibre, dans un contexte de croissance soutenue des profits mais de perspectives d'activité qui se dégradent à la suite de la crise énergétique. L'indice Euro STOXX 600 affiche une hausse de 7% depuis le début du trimestre et de 5,5% depuis le début de l'année. Par pays, le FTSE MIB italien reste l'indice le plus performant depuis le début de l'année (9%), tandis que le CAC 40 sous-performe les autres indices, pénalisé par sa composition sectorielle. La tendance positive des marchés actions est soutenue, en premier lieu, par une bonne saison des résultats au T1-26, avec une croissance des bénéfices de 9,5 % sur un an et des révisions bénéficiaires à la hausse pour les prochains trimestres. Par secteur, si l'énergie a été le principal contributeur à cette croissance, d'autres secteurs, comme les nouvelles technologies ou les financières, ont également enregistré une croissance bénéficiaire à deux chiffres. D'autre part, les cours restent également soutenus par les perspectives d'un cessez-le-feu plus durable au Moyen-Orient. Cependant, à l'inverse de la conjoncture américaine, les données d'enquête et d'activité en Europe suggèrent une dégradation de l'activité et de l'emploi pour les mois à venir. Dans ce contexte, nous conservons une position à l'Équilibre, avec un biais en faveur du style Value.

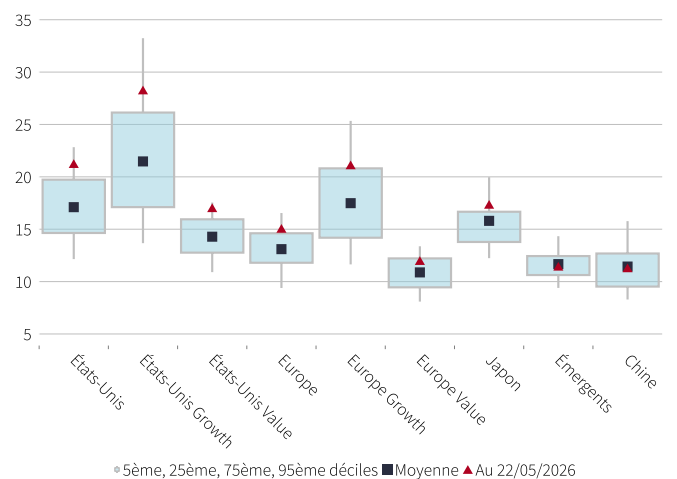
ÉMERGENTS

Nous restons Surpondérés sur les actions émergentes, avec une préférence marquée pour l'Asie-Pacifique. Le conflit a pesé sur les marchés émergents, largement importateurs nets d'énergie en provenance du Golfe. Pour autant, ces économies disposent de capacités budgétaires leur permettant d'amortir le choc. Par ailleurs, ces économies occupent une place clé dans la chaîne de valeur de l'IA, avec une position dominante dans la production de hardware nécessaire à l'écosystème. Dans ce contexte, le Kospi coréen et le TAIEX taiwanais affichent des hausses de 86% et 46% depuis le début de l'année. Nous réduisons cependant l'exposition au marché chinois, pénalisé par une demande intérieure qui reste morose.

JAPON

Nous maintenons une position Surpondérée sur les actions japonaises. Le TOPIX affiche une performance de 14% depuis le début de l'année, soutenue par l'environnement reflationniste au Japon et une saison des bénéfices très solide, avec des bénéfices en hausse de 34 %.

MARCHÉS ACTIONS: RATIO PRIX REVENUS ATTENDUS



© 5ème, 25ème, 75ème, 95ème déciles ■ Moyenne ▲ Au 22/05/2026

Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, 22/05/2026, 22/05/2026, 22/05/2026, 22/05/2026, 22/05/2026, 22/05/2026, 22/05/2026

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 22/05/2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

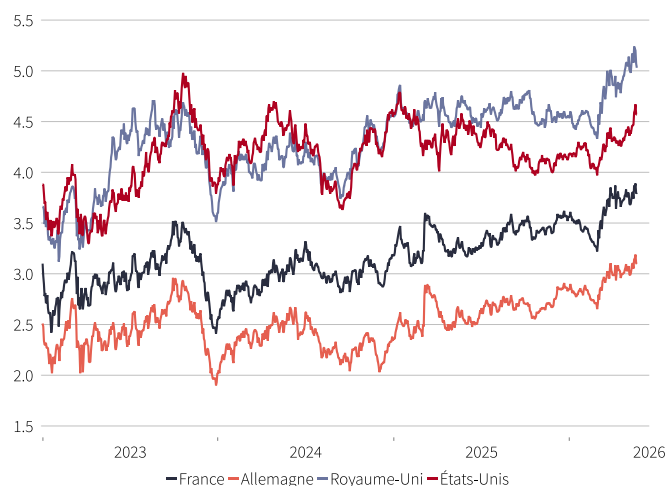
Sous-pondération obligatoire

Nous maintenons une sous-pondération sur la poche obligataire, en différenciant obligations souveraines et crédit. Nous conservons une position Sous-pondérée sur les obligations souveraines européennes, reflet de pressions inflationnistes croissantes dans un contexte d'activité en ralentissement. Nous maintenons une position à l'équilibre sur les obligations d'entreprises bien notées (IG) et de grade spéculatif, dans un environnement caractérisé par un portage toujours attractif, un risque de défaut limité compte tenu d'une croissance nominale robuste, ainsi qu'un risque de durée inférieur à celui des obligations souveraines.

ÉTATS-UNIS

Nous maintenons une position très sous-pondérée sur les obligations souveraines, reflet de la hausse des pressions inflationnistes sous-jacentes, à laquelle s'ajoutent la progression des prix de l'énergie et une activité qui demeure robuste. En effet, le taux des Treasuries à 2 ans, proxy du niveau attendu des Fed Funds à un an, a augmenté à 4,1 %, contre un niveau de 3,5 % en début d'année, tandis que le taux du Treasury à 10 ans a atteint 4,6 %, soit son plus haut niveau depuis 2024. La hausse des taux américains s'explique en premier lieu par le prolongement de la fermeture du détroit d'Ormuz, impliquant un risque accru de prix de l'énergie durablement élevés. Elle reflète également une diffusion des pressions inflationnistes au-delà des seules composantes énergétiques. En effet, l'inflation sous-jacente, hors prix de l'énergie et de l'alimentation, s'est élevée à 3,3 % en avril, tandis que d'autres mesures d'inflation sous-jacente citées par Kevin Warsh lors de son audition au Sénat font état d'une inflation évoluant à un rythme de 3,5 %. La diffusion des pressions inflationnistes résulte des nombreux chocs d'offre auxquels l'économie américaine est confrontée, tels que la politique commerciale protectionniste ou la politique migratoire restrictive, mais elle reflète également une politique budgétaire expansionniste soutenant davantage la consommation. Les dernières données d'activité suggèrent une croissance supérieure à 2 % au T2-26. Dans ce contexte, la Fed a infléchi le ton de sa communication en introduisant un biais plus restrictif, et le risque est qu'elle relève son taux directeur, actuellement à 3,75 %, au cours des prochains trimestres. Ainsi, nous estimons que le risque haussier sur les taux américains demeure important, ce qui nous conduit à maintenir une position de très sous-pondérée sur cette classe d'actifs, avec une préférence pour les durations courtes.

TAUX SOUVERAINS À 10 ANS (%)



Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 22/05/2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

EUROPE

Nous maintenons une sous-pondération sur les obligations souveraines européennes, dans un environnement marqué par une hausse des pressions inflationnistes liée à la prolongation des perturbations sur les marchés de l'énergie, mais dans une conjoncture économique de ralentissement. À l'instar des taux américains, les taux souverains de la zone euro ont augmenté au cours des dernières semaines : le taux du Bund à 10 ans a atteint 3,1 %, soit son plus haut niveau depuis 2023, tandis que le taux de l'OAT à 10 ans s'est établi à 3,7 %. Les primes de risque souveraines restent toutefois faibles et contenues, à 42 pb pour les Bonos espagnols et à 80 pb pour les BTP italiens. L'accélération de la hausse des taux européens est concomitante à la publication des chiffres d'inflation du mois d'avril (3% pour l'inflation totale et 2,2 % pour l'inflation sous-jacente), ainsi qu'aux enquêtes d'inflation auprès des entreprises et des ménages, qui suggèrent une accélération plus marquée au cours des prochains mois. Cette dégradation des perspectives d'inflation devrait conduire la BCE à entamer un cycle de hausse des taux dès le mois de juin, avec une hausse probable de 25 pb du taux directeur pour atteindre 2,25 %, les marchés anticipant par ailleurs deux hausses supplémentaires. Cependant, ces anticipations apparaissent trop restrictives au regard de la dynamique de l'activité économique en zone euro. En effet, contrairement aux États-Unis, les indicateurs d'activité en Europe suggèrent un ralentissement au cours des prochains mois, ainsi qu'une dégradation du marché de l'emploi, la crise énergétique ayant un impact plus marqué sur la région. Par ailleurs, la relance budgétaire en Allemagne demeure à ce stade plus modérée, limitant sa contribution positive à l'activité. Dans ce contexte, nous estimons qu'une grande partie de l'ajustement haussier des taux en zone euro a déjà été réalisée et que le cycle de resserrement de la BCE devrait être plus contenu que celui anticipé par les marchés. Nous conservons ainsi une position de sous-pondération, avec une préférence pour des durations proches du benchmark européen.

CRÉDIT

Nous restons constructifs sur le crédit *corporate* (IG) et haut rendement (HY) dans un contexte de portage attractif, d'un risque de durée inférieur et de primes de risque contenues dues à une forte croissance nominale. En effet, les taux IG et HY sont passés à 3,6 % et 5,8 % respectivement, avec une durée moyenne de 4 ans et 3 ans. Cela limite l'impact d'une éventuelle hausse des taux sur la performance totale sur un an.

PRIMES DE RISQUES DU CRÉDIT EUROPÉEN

Écart de taux par rapport au souverain



DEVISES

Une vue positive dollar à court terme

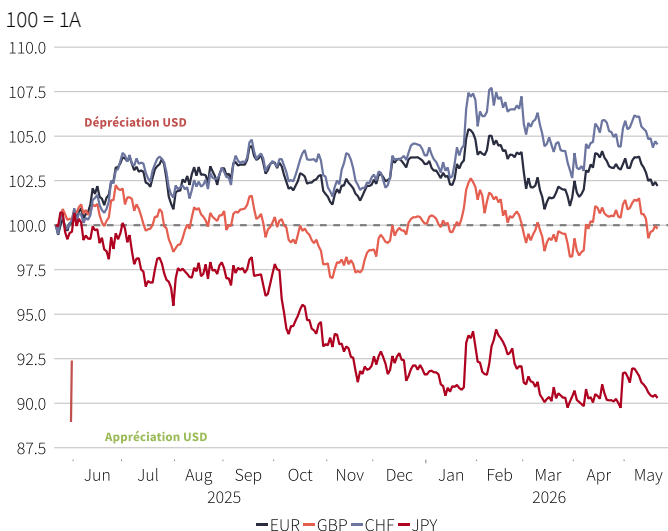
Nous adoptons une position Sous-Pondérée sur l'euro face au dollar. Le billet vert bénéficierait de la meilleure résilience de l'économie américaine ainsi que de plus de pressions haussières sur les taux d'intérêt américains relativement aux taux de la zone euro.

INDICE DOLLAR Depuis le début de l'année, l'indice dollar contre toutes devises est resté quasiment stable, avec seulement une progression modérée, proche de 1%.

En particulier, les devises émergentes s'inscrivent globalement dans une dynamique de dépréciation face au dollar. En Asie, la roupie indienne (INR, -7 %) enregistre le repli le plus marqué, suivie du won sud-coréen (KRW, -4,5 %) et du dollar taiwanais (TWD, -0,5 %), tandis que le yuan chinois est en territoire positif (CNY, +2,8 %). En Amérique latine, la dynamique apparaît plus favorable : le réal brésilien (BRL, +9 %) et le peso mexicain (MXN, +3,7 %) s'inscrivent en nette appréciation. L'appréciation des devises latinoaméricaines reflète l'amélioration des termes de l'échange dans un contexte de hausse des prix des matières premières mais aussi des taux réels en monnaie locale élevés. Enfin, le rand sud-africain (ZAR) se montre légèrement résilient, avec une progression modérée (+0,2 %).

EUR/USD La parité euro dollar continue d'osciller dans une fourchette de 1,15-1,20 dollars par euro depuis le mois de septembre 2025. Nous estimons cependant que l'environnement de taux et de croissance des deux côtés de l'Atlantique devrait soutenir le dollar au cours des mois prochains. D'une part, la bonne tenue de l'activité américaine, soutenue par les investissements massifs dans l'écosystème IA et la relance budgétaire, est favorable à la devise américaine, en attirant notamment des flux de capitaux. D'autre part, les pressions inflationnistes plus importantes aux États-Unis devraient continuer à maintenir une pression haussière sur les taux d'intérêt. Cet environnement contraste avec celui de la zone euro, où l'activité économique est moins dynamique et les pressions inflationnistes restent contenues aux biens énergétiques. De ce fait, les taux de la zone euro devraient avoir une moindre pression haussière. La combinaison de ces éléments est donc favorable à une appréciation du dollar face à l'euro, ce qui nous conduit à passer de l'Équilibre à une Sous-Pondération sur la paire euro-dollar.

TAUX DE CHANGE CONTRE USD

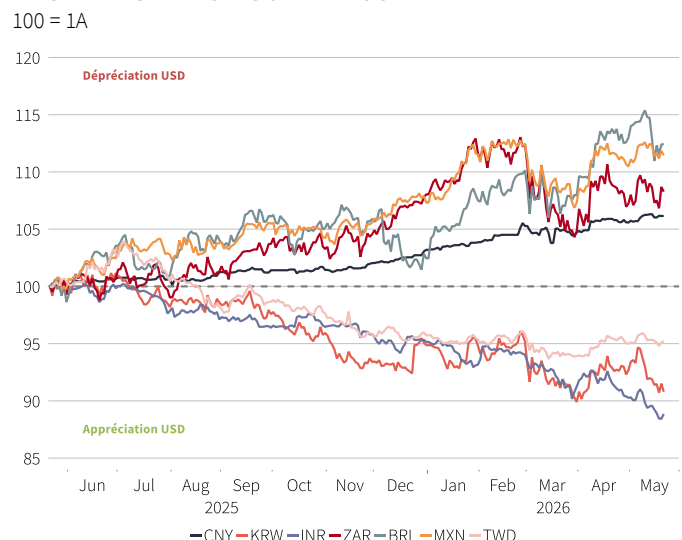


GBP/USD La livre sterling se déprécie légèrement face au dollar, la parité s'établissant à 1,34 dollar par livre, soit une baisse de 0,3 % depuis le début de l'année. Les tensions politiques au Royaume-Uni alimentent l'incertitude ; le candidat à l'élection législative partielle, Andy Burnham, avait évoqué des limites à l'emprunt, entraînant une hausse des taux longs. Il est revenu sur cette position lors de sa dernière prise de parole ; dans ce contexte, le Gilt à 10 ans s'établit à 5,22 %, un plus haut depuis 2008. Les marchés anticipent deux hausses de taux de la Banque d'Angleterre cette année, le taux directeur étant actuellement de 3,75 %.

USD/JPY La parité USD/JPY s'établit autour de 159 yens pour un dollar. Fin avril, la Banque du Japon (BoJ) est intervenue directement sur le marché des changes — via des achats de yens financés par des ventes de dollars (4000 milliards de JPY) — afin de stabiliser sa monnaie. Cette intervention s'inscrit dans un contexte de tensions au Moyen-Orient, où la dépréciation du yen renchérit le coût des matières premières importées. À la suite de cette action, la parité s'était temporairement repliée autour de 156. Nous restons cependant à l'Équilibre sur la parité USD/JPY. D'une part, le Japon dispose toujours de très bons fondamentaux externes, avec un excédent du solde courant supérieur à 4% du PIB et des réserves de change très importantes. D'autre part, la poursuite de la hausse des taux de la part de la BoJ et la hausse des rendements de taux à long termes devrait se traduire par un rapatriement des investissements à l'étranger, soutenant ainsi la devise japonaise.

EUR/CHF Depuis le début de l'année, l'euro s'est déprécié de 1,8 % face au franc suisse, la parité s'établissant autour de 0,91. Cette baisse s'explique en premier lieu par la hausse des incertitudes géopolitiques, le franc suisse bénéficiant encore le rôle d'actif refuge ultime. Par ailleurs, le CHF continue d'être soutenue par des fondamentaux externes solides, avec un excédent du solde courant à 7 % du PIB, et une inflation bien inférieure à celle des principales économies développées. Dans ce contexte, nous restons Sous-Pondérés sur la parité EUR/CHF.

TAUX DE CHANGE CONTRE USD



Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 22/05/2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

MATIÈRES PREMIÈRES ET THÉMATIQUES

Des prix du pétrole maintenus à des niveaux élevés

Le blocage des négociations pour un cessez le feu permanent entre l'Iran et les États-Unis entretiennent les tensions sur le marché pétrolier, maintenant les prix à des niveaux élevés dans un contexte de poursuite de la baisse des réserves. De son côté, l'or est pénalisé par la remontée des taux d'intérêts, mais reste soutenu par une phase de dédollarisation des pays émergents.

MATIÈRES PREMIÈRES

Les tensions sur les prix du pétrole persistent : le Brent et le WTI s'échangent toujours autour de 100\$/baril. Les prix du gaz sont orientés à la hausse, autour de 50 euros/MWh.

Le détroit d'Ormuz reste bloqué et les négociations entre les deux acteurs n'avancent pas. L'enlèvement du conflit entretient une forte volatilité des prix. À la pompe, les prix ont également fortement augmenté : depuis le début du conflit, l'essence et le diesel progressent de près de 50%. Toutefois, les marchés à terme anticipent une détente progressive des prix du pétrole d'ici la fin de l'année.

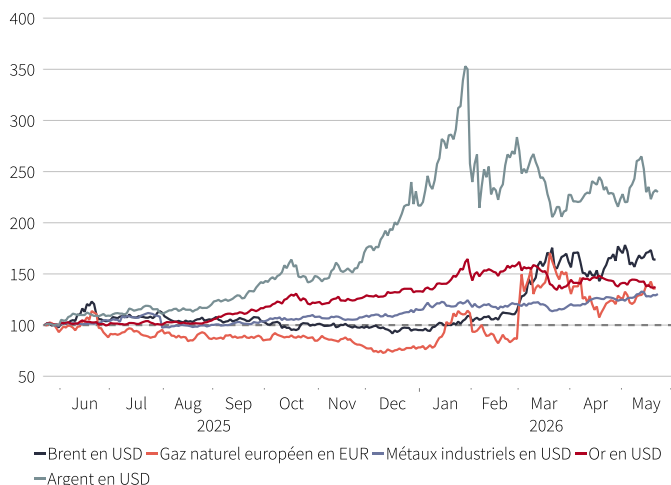
Les inquiétudes sur l'approvisionnement s'intensifient : les stocks de pétrole continuent de se réduire, avec une baisse d'environ 250 millions de barils en deux mois. L'offre s'affaiblit tandis que la demande se maintient malgré des prix élevés. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) alerte sur un risque d'épuisement des stocks d'ici août à des niveaux inférieurs à la moyenne des cinq dernières années. Les exportations américaines augmentent, mais ce signal est trompeur : la production ne progresse pas, il s'agit en réalité d'un déstockage.

Le marché du gaz reste également sous tension : les prix sont en hausse d'environ 75 % depuis le début de l'année (50 euros/MWh), tout en restant inférieurs aux pics de 2026 (62 €/MWh). La fermeture prolongée du détroit et des négociations peu avancées maintiennent la volatilité. Les chaînes d'approvisionnement demeurent perturbées et les destructions d'infrastructures pèsent sur la production. La demande est soutenue par la hausse des températures.

Dans cet environnement incertain, nous conservons une position Sous-pondérée, la hausse des prix étant limitée par la poursuite des négociations,

RIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

100 = 1A



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, Macrobond, ICE, LBMA 21/05/2026

L'OR

La performance de l'or est positive depuis le début de l'année (+3 %), mais demeure négative depuis le début du conflit (près de -13 %). Le métal jaune reste sensible aux données macroéconomiques : à la suite de la publication de l'inflation américaine, le cours de l'or a fortement reculé. Cette dynamique s'explique notamment par la hausse des rendements obligataires, qui exerce une pression négative sur l'or, le métal jaune n'est pas un actif générant un rendement.

La baisse récente du cours s'explique également par une diminution des positions en ETF, les investisseurs privilégiant davantage la liquidité, ainsi que par un recul de la demande dans le secteur de la joaillerie, en particulier en Asie.

Par ailleurs, l'or, insensible aux sanctions internationales, voit sa demande de la part des banques centrales progresser de 17 % sur le trimestre. Cette dédollarisation et le rôle de valeur refuge conditionnelle de l'or pourraient continuer de soutenir les achats des banques centrales — principalement celles des pays émergents — et, par conséquent, le cours de l'or dans les prochains mois.

Dans ce contexte, nous maintenons une position à l'Équilibre sur l'or.

Thématiques

Indépendance énergétique et électrification. Les chocs d'offre répétés renforcent le besoin d'une production énergétique locale et moins exposée aux risques géopolitiques. La forte hausse structurelle de la demande et le vieillissement des infrastructures impliquent des besoins d'investissements durablement élevés.

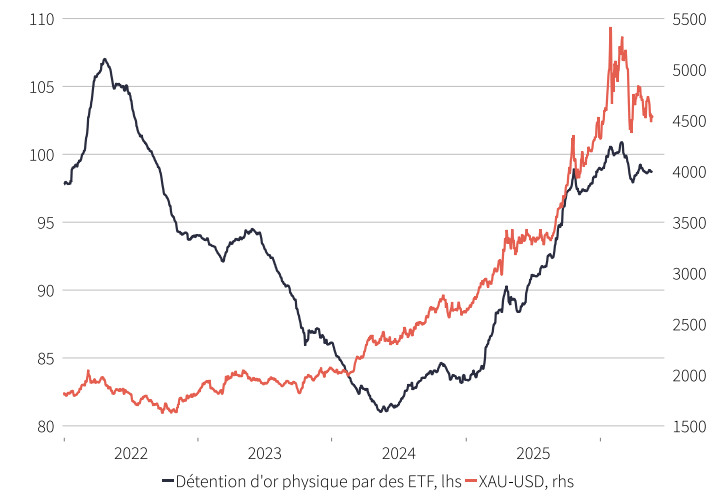
Métaux industriels et stratégiques. L'électrification de l'économie et l'accélération des investissements liés à la transition énergétique devraient soutenir une hausse structurelle de la demande, dans un contexte d'offre limitée favorable aux prix.

Un point d'entrée sur les taux. Les chocs d'offre géopolitiques et énergétiques ancrent un régime d'inflation plus élevé, entraînant une hausse des besoins de financement des États et maintenant les taux à des niveaux élevés, rendant le portage attractif.

Toujours en cours : Nous maintenons nos positions sur les métaux précieux, l'IA (incluant l'Asie Pacifique), la souveraineté européenne et la relance allemande, qui demeurent des thématiques structurantes de moyen terme malgré la volatilité actuelle des marchés.

RIX DE L'OR ET DÉTENTION D'OR PAR DES ETF

Millions d'once et dollars par once



Sources: Société Générale Investment Solutions, Macrobond, 21/05/2026

AVERTISSEMENT IMPORTANT

Avertissement général

Ce document est une communication à caractère promotionnel publiée par Société Générale Private Banking, qui est la ligne métier du Groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. en France et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales, ci-après les « Entités »)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous la marque « Société Générale Private Banking » et distributeurs du présent document.

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Son contenu n'est pas destiné à fournir un service d'investissement, il ne constitue ni un conseil en investissement ou une recommandation personnalisée sur un produit financier, ni un conseil ou une recommandation personnalisée en assurance, ni une sollicitation d'aucune sorte, ni un conseil juridique, comptable ou fiscal de la part de Société Générale Private Banking et de ses Entités. L'information contenue dans ce document n'a pas pour objectif de fournir une base permettant de prendre une décision d'investissement.

Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et Société Générale Private Banking et ses Entités ne fournissent pas de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscaux ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que Société Générale Private Banking et ses Entités considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Société Générale Private Banking et ses Entités n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données.

Le contenu de ce document ne prend pas en compte d'objectifs d'investissement ni de situations financières spécifiques. Il appartient aux investisseurs de prendre contact avec leurs conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui leur permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment pas être diffusé aux Etats-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des Etats-Unis ou auprès d'une US Person.

Risques généraux

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et

éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du Groupe Société Générale.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Société Générale Private Banking et ses Entités ne s'engagent ni à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumeront aucune responsabilité à cet égard.

Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Société Générale Private Banking et ses Entités ne sauront être tenue pour responsables en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Société Générale Private Banking et ses Entités n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, ou marché.

Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer.

Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser. Les scénarios présentés sont des estimations de performances futures, fondées sur des informations passées sur la manière dont la valeur d'un investissement varie et/ou sur les conditions de marché actuelles, et ne sont pas des indications exactes. Le rendement obtenu par des investisseurs sera amené à varier en fonction des performances du marché et de la durée de conservation de l'investissement par l'investisseur. Les performances futures peuvent être soumises à l'impôt, lequel dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et est susceptible de changer à l'avenir.

Pour une définition et description des risques plus complète, veuillez vous référer au prospectus ou, le cas échéant, aux autres documents réglementaires (si applicable) avant toute décision d'investissement.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de Société Générale Private Banking et de ses Entités.

Conflits d'intérêts

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses Entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts, y compris des murailles de Chine en matière d'information.

Ce document contient les avis de la ligne métier Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces personnes. De plus, les équipes de Société Générale Private Banking sont rémunérées, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 22/05/2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

En règle générale, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, chef de file ou chef de file associé à une offre publique d'instruments financiers, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du Groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du Groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du Groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout bénéficiaire du présent document.

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, Société Générale Private Banking et ses entités ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, il est possible de se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts remise.

ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. Société Générale Luxembourg n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et Société Générale Luxembourg ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimées dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de Société Générale Luxembourg, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document. Monaco : Le présent document est distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 11 avenue de Grande Bretagne, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et la Commission de Contrôle des Activités Financières. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n° 1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.com.

© Copyright Groupe Société Générale 2025. Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale.

Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés

Avertissement spécifique par juridiction

France : Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, établissement de crédit prestataire de services d'investissement agréé par et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE ») (sise ECB Tower, Sonnemannstraße 20, 60314 Francfort-sur-le-Main, Allemagne) au sein du Mécanisme de supervision unique banque française autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09), et l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») (sise 17 Pl. de la Bourse, 75002 Paris). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr.

Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 003 724 927,50 euros au 17 novembre 2023, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur www.privatebanking.societegenerale.com.

Luxembourg : Le présent document est distribué au Luxembourg par Société Générale Luxembourg, société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), et dont le siège social est sis 11, avenue Émile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <https://www.societegenerale.lu/>. Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de

Sauf si spécifié, tous les chiffres et statistiques présents dans ce rapport proviennent de Bloomberg et Macrobond à la date du 22/05/2026. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les investissements peuvent être soumis aux fluctuations du marché, et le prix et la valeur des investissements et les revenus qui en découlent peuvent fluctuer à la baisse comme à la hausse. Votre capital n'est pas protégé et les sommes investies à l'origine peuvent ne pas être récupérées.

