

Ce trimestre a été dominé par **l'évolution du conflit entre les États-Unis et l'Iran** et les perspectives d'une réouverture du détroit d'Ormuz. La géopolitique a largement supplanté les **fondamentaux macroéconomiques**.

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

Le choc géopolitique lié au blocage du détroit d'Ormuz a constitué **le principal aléa macroéconomique du trimestre**, se traduisant par une flambée des prix de l'énergie (pétrole > 110 \$/baril en mars, gaz > 50 €/MWh) dont les effets se sont diffusés de façon asymétrique entre États-Unis et zone euro.

États-Unis : résilience, mais fragilités croissantes

L'activité demeure robuste : **la croissance américaine a atteint 2,0 %** en rythme annualisé au premier trimestre. La consommation des ménages est restée dynamique grâce aux remboursements fiscaux de l'« One Big Beautiful Bill Act » et aux ventes de détail en hausse en valeur réelle. La production industrielle a retrouvé ses niveaux pré-Covid en avril, emmenée par les secteurs de l'IA (équipements électroniques, machines, produits métalliques).

13%

La proportion des trimestres en récession
aux Etats-Unis depuis 1970.

Le marché du travail demeure relativement stable mais sous tension sous-jacente : les créations d'emplois mensuelles sont restées bien au-dessus de 100 000 (pivot de la santé du marché de l'emploi), **le chômage se maintient à 4,3 %**. Néanmoins, le taux d'épargne a atteint des points bas historiques (2,6 % en mai), signalant un comportement de lissage non soutenable.

L'inflation totale est passée de **2,4 %** en février à **4,2 %** en mai, quasi exclusivement tirée par l'énergie (+18 % sur un an) et les tarifs aériens (+21 %). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) progresse plus modestement (3,3 % en mai). L'essentiel de l'excès par rapport à la cible de 2 % s'explique par les droits de douane (effet appelé à s'estomper selon nous au second semestre par effet de base) et la composante énergétique. **Le pic d'inflation semble proche** selon les études.

Zone euro : en ralentissement, sous pression inflationniste

La croissance européenne est quasi nulle à +0,1 % au premier trimestre puis révisée -0,2 % après correction du PIB irlandais (en fort repli). Outre l'Espagne, aucune grande économie ne montre de dynamisme interne. L'Allemagne peine toujours (production industrielle en recul deux mois consécutifs, commandes en légère reprise). Il est désormais **quasi certain que la zone euro ne parviendra pas à atteindre 1 % de croissance en 2026**.

21%

La probabilité implicite de récession dans deux trimestres en zone euro le 14 avril 2026 dans le cotexte de la guerre en Iran.

L'inflation de la zone euro a progressé de 1,9 % en février à 3,2 % en mai, principalement portée par l'énergie. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) reste contenue (2,2 % en avril), mais les effets de second tour commencent à apparaître (hausse des services liés au tourisme, transports). La France, à 2,8 %, demeure l'un des pays où l'inflation est la plus basse de la zone.

La Banque Centrale Européenne a relevé ses taux de +0,25 à 2,25 % en juin, signalant une seconde hausse probable. Les anticipations des ménages à long terme dérivent à la hausse, ce qui justifie selon Christine Lagarde une réponse monétaire même dans le scénario optimiste de détente rapide de l'énergie.

Notre point de vue sur la hausse de taux en zone euro

La **zone euro** fait face à un cocktail particulièrement délicat : une inflation qui repart à la hausse sous l'effet du choc énergétique, une croissance quasi nulle et des incertitudes géopolitiques récurrentes.

La Banque Centrale est dans un dilemme peu enviable : relever les taux trop rapidement au risque de fragiliser davantage une économie européenne déjà sous pression, ne rien faire et laisser s'installer des anticipations inflationnistes plus durables ou attendre trop longtemps au risque de rendre toute intervention future plus brutale. Christine Lagarde a décidé de rehausser les taux en juin et envisage clairement une seconde hausse. Notre avis est qu'**aucun taux directeur** ne fait baisser le prix du pétrole, ni ne rouvre le détroit d'Ormuz.

L'outil « taux directeur » est conçu pour freiner la demande.

Le problème actuel provient essentiellement d'un choc d'offre énergétique. Les hausses de taux ne sont pas tenables selon nous, nous avons besoin de croissance, de relance et non d'une restriction des investissements des entreprises et des ménages. Gardons également en tête le poids des dettes pour les Etats : après le "quoi-qu'il-en-coûte" du Covid, aucune grande économie européenne n'a intérêt à voir le poids de sa dette s'accroître avec des hausses de taux.

Focus Or

L'or est en repli depuis le début de l'année, dans une phase de consolidation plus que de rupture de tendance.

Cette baisse s'explique par trois facteurs :

- Prises de bénéfices des grandes banques,
- Ventes par des banques centrales émergentes (Turquie, Asie du Sud-Est) pour soutenir leur devise,
- Et hausse des taux obligataires américains.

Cette consolidation est toutefois temporaire : **la tendance de fond reste haussière**, soutenue par une demande institutionnelle solide — 95% des banques centrales anticipent une hausse des réserves mondiales d'or, et la moitié envisagent d'augmenter les leurs prochainement.

Focus Pétrole

Le baril est **retombé à 80 \$** après l'annonce d'un accord entre les États-Unis et l'Iran, contre plus de 140 \$ au plus fort de la crise.

Nous estimons que **le prix du baril ne pourra pas descendre beaucoup plus** même si l'accord tient pour plusieurs raisons :

- Relancer l'ensemble de la chaîne de production va prendre du temps et le coût du transport ne devrait pas revenir à son niveau pré-crise.
- Les stocks stratégiques devront être reconstitués après la crise. Ils sont au plus bas car ils ont joué le rôle d'amortisseur pendant de nombreuses semaines. Le marché semble ignorer cette demande supplémentaire.
- La demande devrait mécaniquement augmenter avec la baisse des prix et donc de nouveau faire apprécier l'or noir.

Les marchés au 30 juin 2026

Indices Actions

| | |
|----------------|--------|
| CAC40 | 3,12% |
| Euro Stoxx 50 | 9,14% |
| Nasdaq 100 | 19,91% |
| S&P 500 | 9,50% |
| MSCI Emergents | 22,68% |
| MSCI World | 8,91% |
| Brent | 19,88% |
| Or | -7,16% |

Performance

Indices Actions

| | |
|-------------------------|--------|
| OAT France | 3,652 |
| Bund Allemagne | 2,9101 |
| Trésor américain 10 ans | 4,422 |
| € / \$ | 1,1414 |

Niveau

Un trimestre en deux temps : choc puis normalisation

De mars à mi-mai, les marchés actions ont été en repli marqué par rapport à fin 2025 avec une volatilité accrue et une envolée des taux de dettes d'États sur des niveaux inédits depuis la crise de la zone pour certaines dettes. Depuis mi-mai, chaque avancée dans les **négociations de paix** déclenche des **rallyes puissants**.

Divergence transatlantique persistante

Les **États-Unis** ont systématiquement **surperformé l'Europe**. Le S&P 500 évoluait sur ses plus hauts historiques dès fin mai, porté par le secteur technologique, des résultats d'entreprises solides et la résilience de l'économie américaine face au choc énergétique. Le Nasdaq a enchaîné treize séances consécutives de hausse à mi-avril (5ème plus longue série depuis 1970), mais la hausse des taux en juin a mis sous pression les valeurs technologiques.

Focus SpaceX

Le 12 juin, SpaceX procédait à son **introduction historique en bourse** avec une **valorisation à 1.770 milliards de dollars**. Cette opération est la première d'une nouvelle ère à venir, celle des introductions des géants de l'IA. En effet, Open AI et Anthropic pourraient suivre rapidement.

Pour autant, il faudra un certain temps avant que SpaceX (et les futures introductions) ne soit présente dans le S&P500 (et donc dans un ETF sur l'indice). S&P Dow Jones Indices, l'opérateur de l'indice S&P 500, a refusé d'assouplir les règles d'inclusion des nouvelles entreprises dans l'indice. Les critères de stabilité financière et la période d'attente post-introduction (12 mois) resteraient inchangés.

On sait à quel point la communication vient gonfler les cours à l'introduction, et d'autant plus sur une valeur comme SpaceX. La période d'attente post-introduction permet d'éviter au S&P500 ce que la valeur est déjà en train de vivre : **le retour à la réalité**. Dès le 22 juin, la valeur chutait, perdant une grosse partie des gains qui l'ont faite dépasser Amazon quelques instants en séance. Certains investisseurs jugent le titre trop cher et pointent des risques liés à la gouvernance et à la volatilité.

L'Europe, plus exposée aux prix de l'énergie, a davantage souffert. Les indicateurs d'activité économique de la zone euro ont nettement ralenti pendant deux mois consécutifs, laissant apparaître un ralentissement de la croissance. Les indices européens n'ont retrouvé leur niveau pré-conflit qu'en juin.

Marchés obligataires : baromètre de l'évolution géopolitique

Les **obligations souveraines ont joué le rôle de baromètre géopolitique** tout au long du trimestre. Le principe « good news is bad news » a refait surface en juin : de bons chiffres d'emploi américains ont provoqué une hausse des taux réels, pénalisant les actions.

La Banque Centrale Européenne a relevé ses taux de +0,25 à 2,25 % en juin — conformément aux anticipations — et a signalé une probable seconde hausse dans les mois suivants. La Réserve Fédérale américaine a maintenu les taux à 3,75 % mais son discours s'est révélé plus restrictif que prévu, avec 9 membres sur 18 anticipant au moins une hausse.

Notre avis sur les marchés

Le marché américain affiche une exubérance grandissante pour certains. Cependant la progression réelle des bénéfices par action est au-delà des prévisions à ce stade (20% versus 12-14%).

Le **vrai danger n'est pas tant un retournement brutal à court terme, mais l'effritement progressif de toute marge de manœuvre si les bénéfices ou la croissance venaient à décevoir**. Ce risque est également valable pour les marchés européens.

Globalement, **les marchés ne prévoient ni récession ni euphorie durable** : ils privilégient aujourd'hui les **actifs capables de générer des revenus et des bénéfices dans un environnement de taux durablement plus élevés**.

Environnement que les marchés obligataires des entreprises ont bien intégré : les investisseurs continuent d'accepter des primes de risque faibles car les défauts restent limités et les rendements obligataires attirent les flux.

Cette communication contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Officina considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Officina, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Cette communication publicitaire ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter des produits ou services présentés ou gérés par Officina. Officina décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments y figurant. Avant d'investir dans un OPC, il est fortement conseillé à tout investisseur, de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations fournies dans cette communication publicitaire, à l'analyse de sa situation personnelle ainsi qu'à l'analyse des avantages et des risques afin de déterminer le montant qu'il est raisonnable d'investir.

Document achevé de rédiger le 30 juin 2026 par le Cabinet OFFICINA et à destination unique des particuliers.

Officina

L'ATELIER DU PATRIMOINE

35, Rue Boudet - 33000 Bordeaux
75, Bd Gambetta - 87000 Limoges

Siège social sis 129, rue Mondenard 33000 Bordeaux

SARL au capital de 5 K€ - Siret 982 411 282 00014 –
R.C.S. Bordeaux 982 411 282 – APE 70.22Z
(Conseil pour les affaires et autres conseils de gestion)

www.officina-patrimoine.fr
06 58 50 10 07