



Kepler Cheuvreux

SOLUTIONS

RESEARCH & TAILOR-MADE INVESTMENTS

08/07/2026

Philippe FERREIRA

Deputy Head of Economics & Cross Asset Research
pferreira@keplercheuvreux.com

Arnaud GIROD

Head of Economics & Cross Asset Research
agirod@keplercheuvreux.com

Clément GENES

Economics & Strategy
cgenes@keplercheuvreux.com

Joakim TABET

Economics & Strategy
jtabet@keplercheuvreux.com

Cinq convictions clés pour le second semestre 2026 (1/2)

Nous relançons notre série de convictions clés (Key Calls). Il s'agit d'un travail en cours, qui sera actualisé et enrichi.

#1 : Rester surpondéré sur les actions, portées par une croissance robuste des bénéfices et par le supercycle de la Tech, des infrastructures et de la défense.

- La Tech mondiale a signé des performances remarquables au deuxième trimestre. La question centrale à l'aube du second semestre 2026 est de savoir si cette dynamique peut se prolonger. Alors que la Tech et les « Magnificent 7 » se traitent désormais sur des valorisations plus raisonnables, grâce à des révisions de bénéfices exceptionnelles, le débat s'est déplacé de l'excès de valorisation vers l'excès de bénéfices. La notion de « bénéfices excessifs » nous laisse sceptiques (certains évoquent même une « bulle des bénéfices »).
- Les révisions à la hausse des BPA constituent un soutien sur le plan stratégique, mais laissent moins de marge à d'éventuelles surprises. Nous partageons l'idée que toute déception peut entraîner des replis marqués alors que la saison de résultats du deuxième trimestre va commencer. En conséquence, nous privilégions plusieurs axes de diversification dans nos recommandations.

#2 : Elargissement de la performance des actions au-delà de la Tech : Europe et small cap américaines.

- Nous avons relevé notre opinion sur les actions de la zone euro fin mai, portés par une combinaison de facteurs macroéconomiques favorables : baisse des prix de l'énergie, une BCE moins restrictive que ne le laisse penser la perception générale, et le nouvel élan budgétaire de l'Allemagne pour accélérer la croissance.
- Les petites capitalisations américaines ont amorcé une revalorisation et présentent selon nous plusieurs atouts. Elles offrent une diversification par rapport à la Tech, grâce à leur biais industriel. L'orientation des politiques publiques en faveur de la souveraineté et de la relocalisation devrait également leur être favorable. Elles se traitent enfin avec une décote par rapport aux indices S&P 500 et Nasdaq.

#3 : Des prix du pétrole durablement bas : industries intensives en énergie et panier de relance allemand.

- Les industries énergivores sont bien placées pour tirer parti du nouveau paysage énergétique, marqué par une surabondance de pétrole qui devrait perdurer. Au sein des matériaux, les métaux et l'extraction minière, et en particulier les sidérurgistes européens, devraient également en bénéficier.
- L'Allemagne vise à accélérer à la fois la dynamique de réformes et la mise en œuvre du plan d'infrastructures, un signal positif pour les industriels.
- Notre panier « German Stimulus », lancé en mars 2025, a retrouvé ses plus hauts précédents. Depuis sa création, il a progressé de près de 50 %, contre 18 % pour le STOXX Europe 600 et 12 % pour le DAX.

Cinq convictions clés pour le second semestre 2026 (2/2)

#4 : Les valeurs de consommation sont bien placées pour profiter de l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages, mais la sélectivité reste essentielle. Notre préférence va au secteur Voyages et Loisirs.

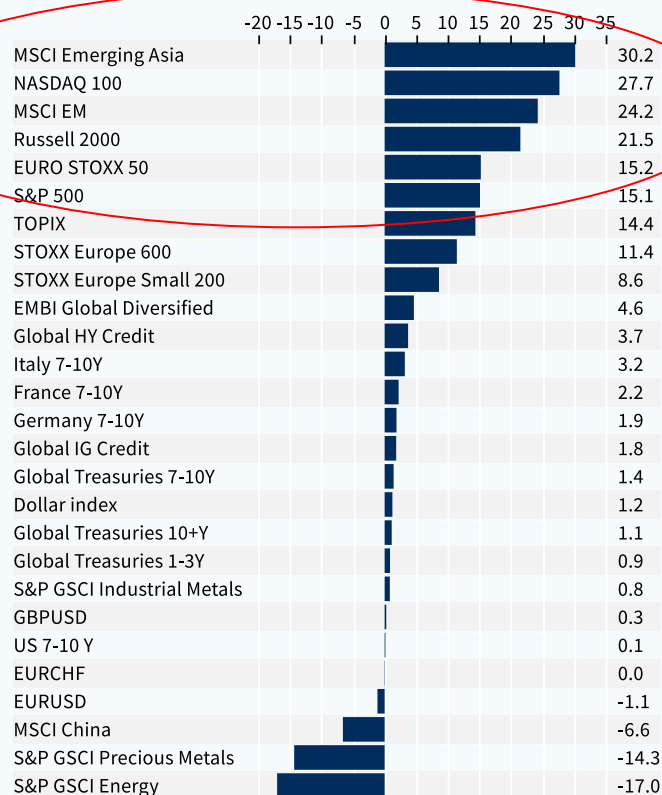
- La baisse des prix de l'énergie soutient le pouvoir d'achat des consommateurs, mais le luxe et l'automobile continuent de faire face à des contraintes de demande propres à leur secteur. Le secteur Voyages et Loisirs nous paraît plus sûr et s'inscrit dans la tendance de fond, apparue après la crise du Covid, qui a favorisé les dépenses en services et en expériences plutôt qu'en biens.
- En Europe, hors semi-conducteurs qui profitent de l'essor de la Tech, les services aux consommateurs constituent le secteur le plus performant depuis le net repli des prix du pétrole fin avril. Nous restons prudents sur l'automobile et neutres sur le luxe.

#5 : Le portage obligataire offre des opportunités attractives ; la Fed pourrait bientôt abandonner son biais restrictif ; nous privilégions les émetteurs souverains européens avec un portage élevé.

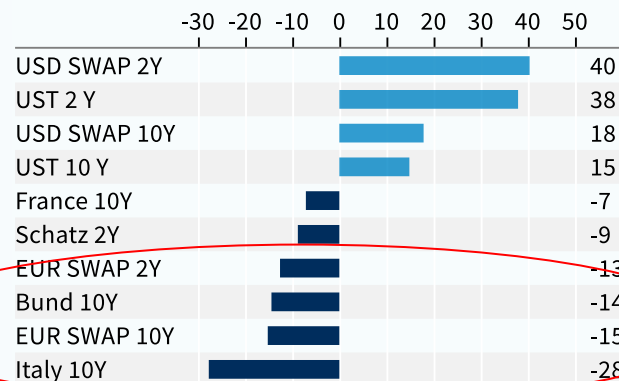
- Il est resté difficile de générer de la performance sur les obligations au premier semestre 2026, les anticipations d'inflation ayant fortement progressé. À court terme, les banques centrales pourraient volontairement rester en retrait, l'inflation demeurant éloignée de sa cible.
- Le ralentissement des créations d'emplois aux États-Unis en juin ouvre la voie à un assouplissement du discours de la Fed à venir. La publication de l'inflation américaine de juin, la semaine prochaine, sera à surveiller pour déceler les signes d'une éventuelle « détente » sur les anticipations de taux.
- Le nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, doit asseoir sa crédibilité dans la lutte contre l'inflation. De ce fait, le seuil pour adopter un ton plus accommodant reste relativement élevé à court terme. Nous anticipons toutefois un reflux de l'inflation sur les mois de juin, juillet et août, ce qui ferait de septembre un point d'entrée intéressant pour allonger la durée sur les emprunts d'État américains. L'or pourrait alors profiter de la baisse des taux d'intérêt réels en dollars.
- Dans notre allocation d'actifs, nous continuons de privilégier les émetteurs souverains européens à fort portage, notamment l'Italie et le Royaume-Uni, sur le segment de maturité 7 à 10 ans.

US & Asian Tech delivered stellar returns in Q2. The key question heading into H2-2026 is whether it can be sustained going forward.

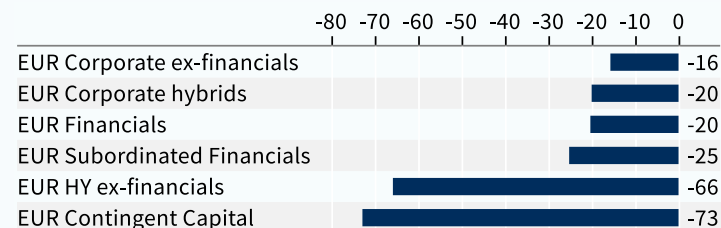
Cross-asset performance (Q2, %)



Change in bond yields (Q2, bp)



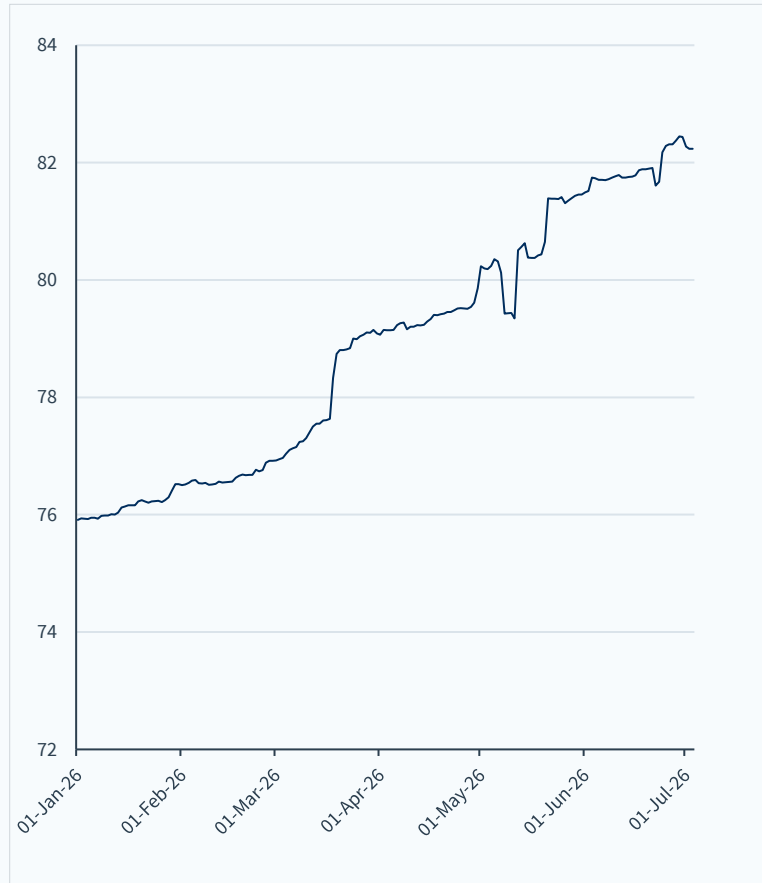
Change in credit spreads (Q2, bp)



As of 30/06/2026. Total return indices. Global indices are hedged USD, local indices in local currency. Source: Macrobond, Bloomberg, Kepler Cheuvreux

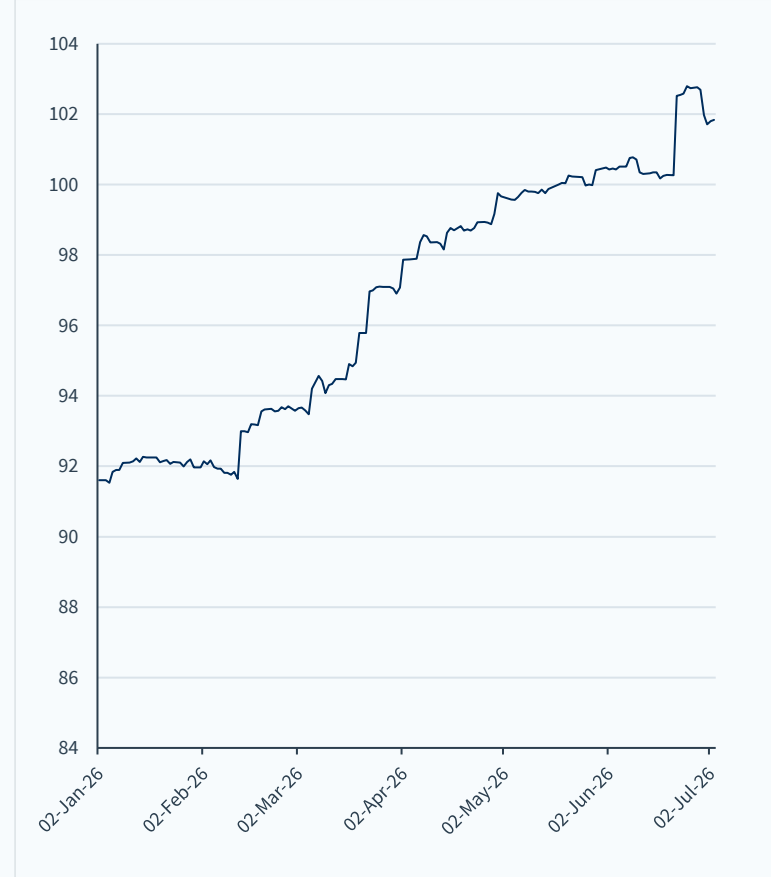
#1: Get ready for the Q2 earnings season: upward revisions provide support, but leave less room for upside surprises – stay OW equities

S&P 500 Q2-2026 EPS expectations (USD/ share)



Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux

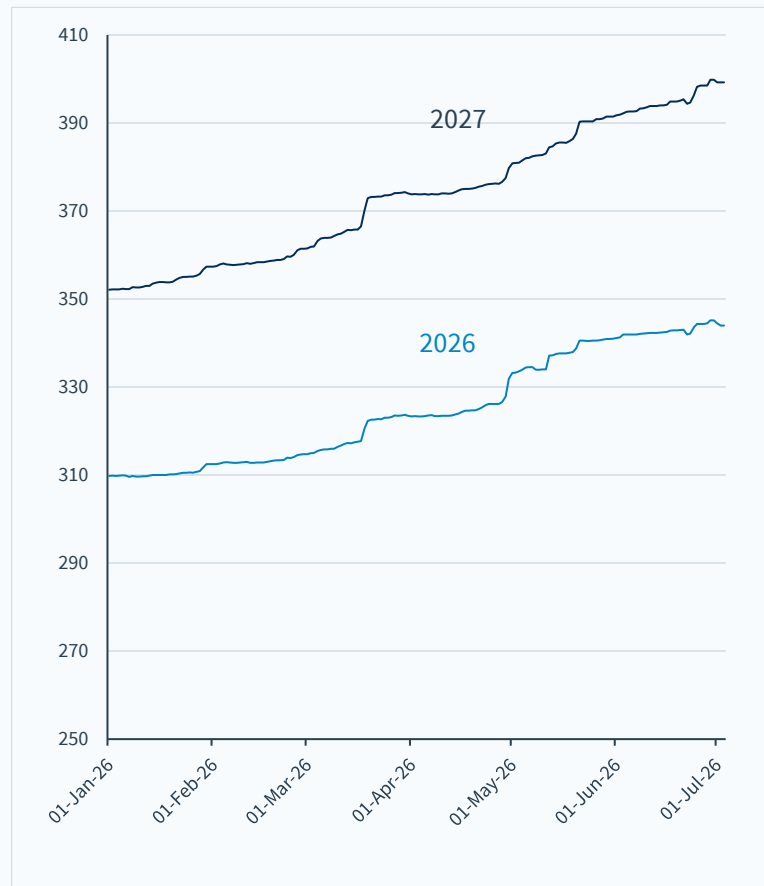
Euro Stoxx 50 Q2-2026 EPS expectations (EUR/ share)



Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux

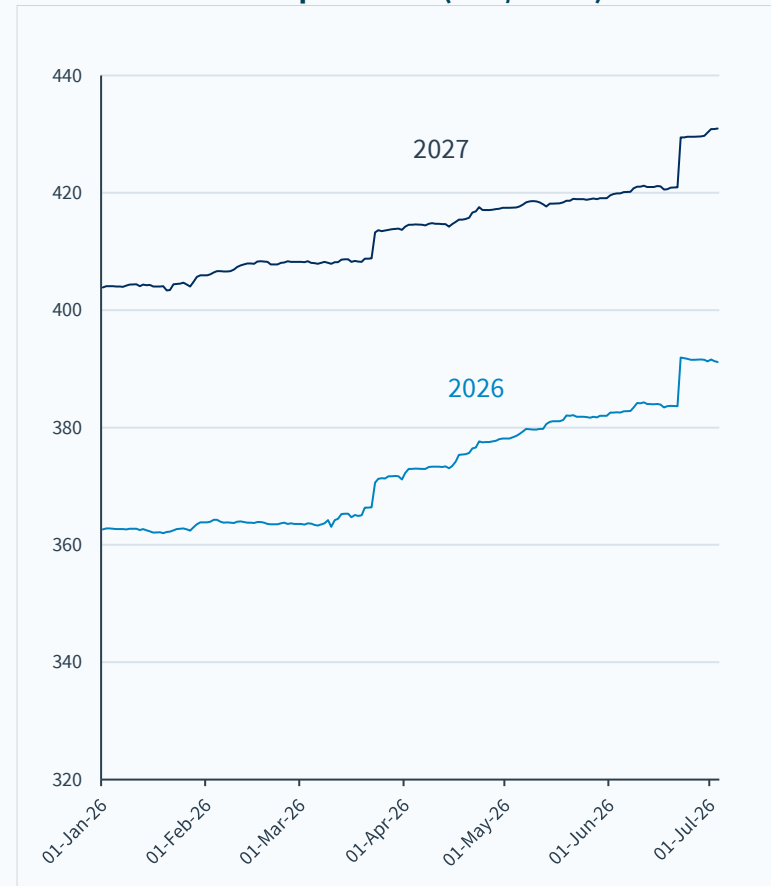
For 2027, EPS are expected to grow by 16% in the US (SPX) and by 10% in the euro area (SX5E)

S&P 500 EPS expectations (USD/ share)



Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux

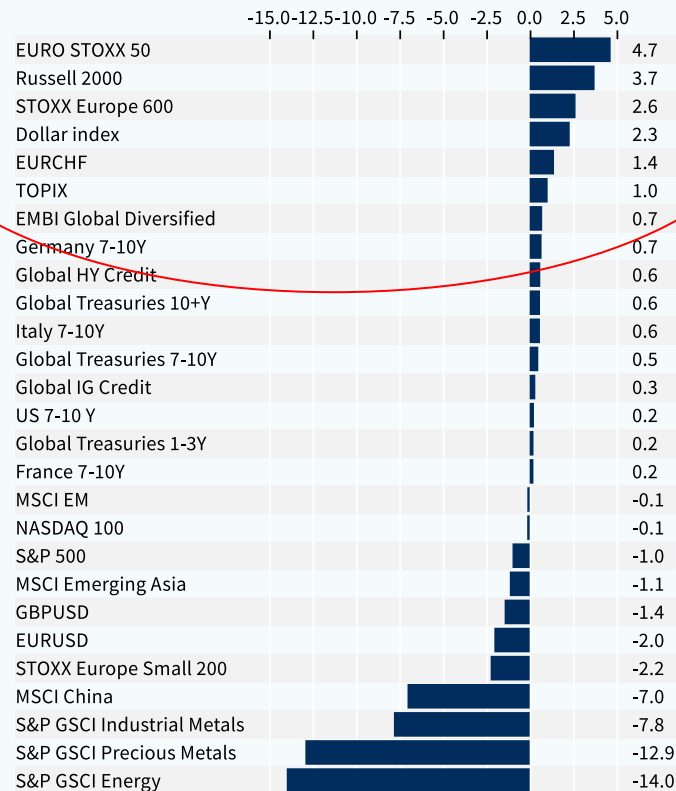
Eurostoxx 50 EPS expectations (EUR/ share)



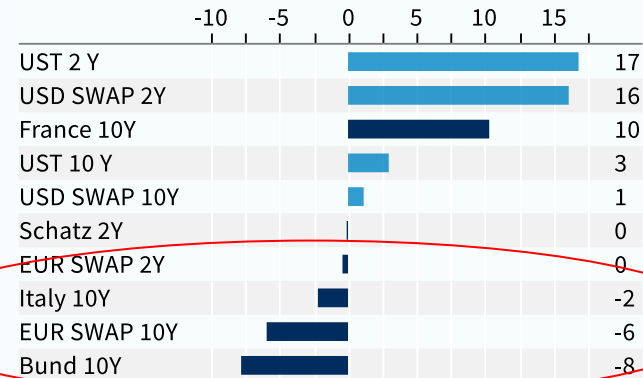
Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux

#2: Our diversification push into Europe and US small caps paid off in June, but in Europe, small caps kept underperforming large caps

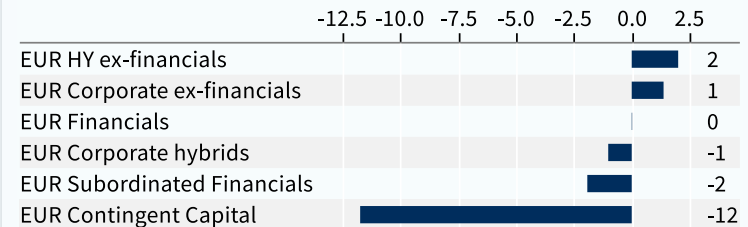
Cross-asset performance (June, %)



Change in bond yields (June, bp)



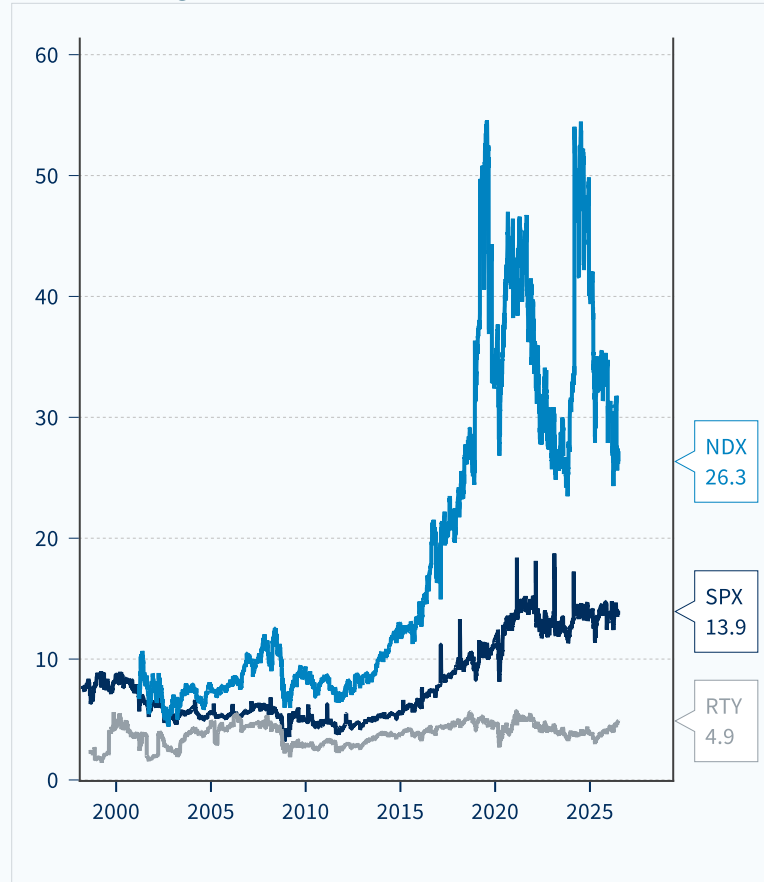
Change in credit spreads (June, bp)



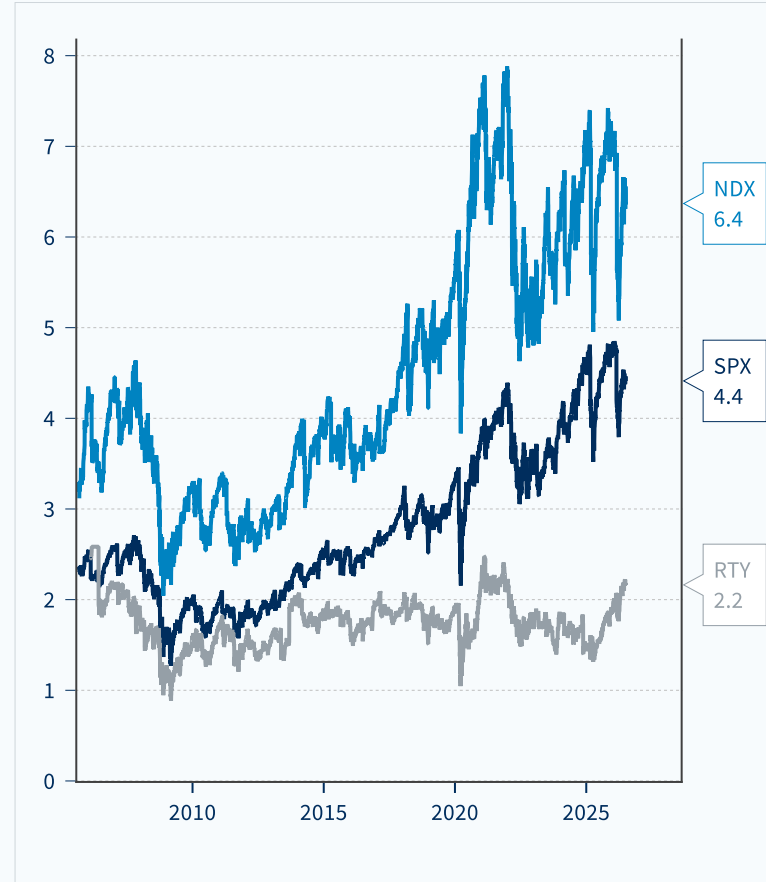
As of 30/06/2026. Total return indices. Global indices are hedged USD, local indices in local currency. Source: Macrobond, Bloomberg, Kepler Cheuvreux

The US capex cycle is a positive for small caps that have started to rerate

Price to tangible book value per share



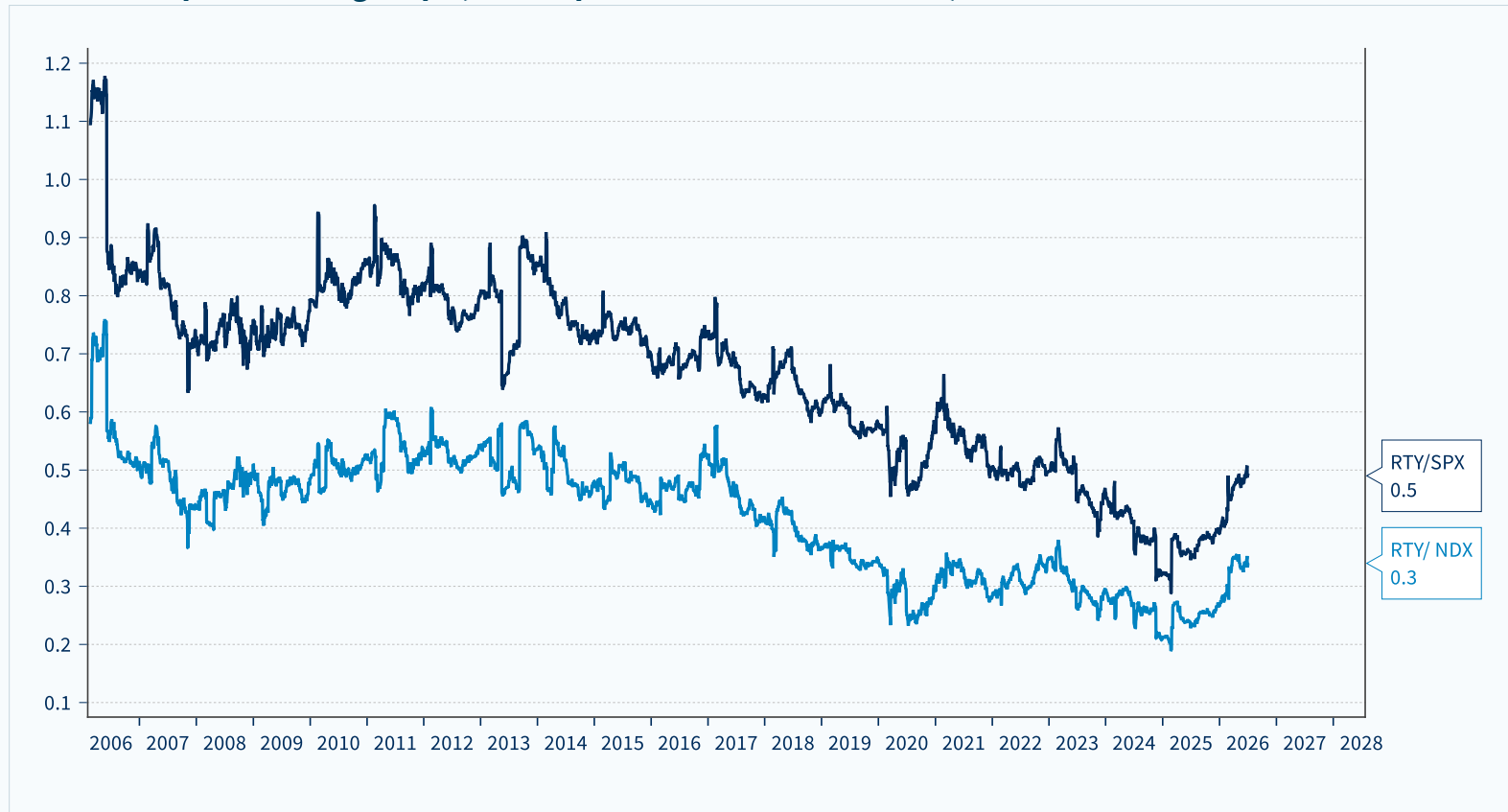
Price to book value per share (forward)



Source: Macrobond, Bloomberg, Kepler Cheuvreux

US small vs large: the valuation discount appears to have bottomed out

US small caps versus large caps (ratio of price to forward book value)



Source: Bloomberg, Kepler Cheuvreux



#3: The new oil paradigm, energy-intensive industrials and the German stimulus basket

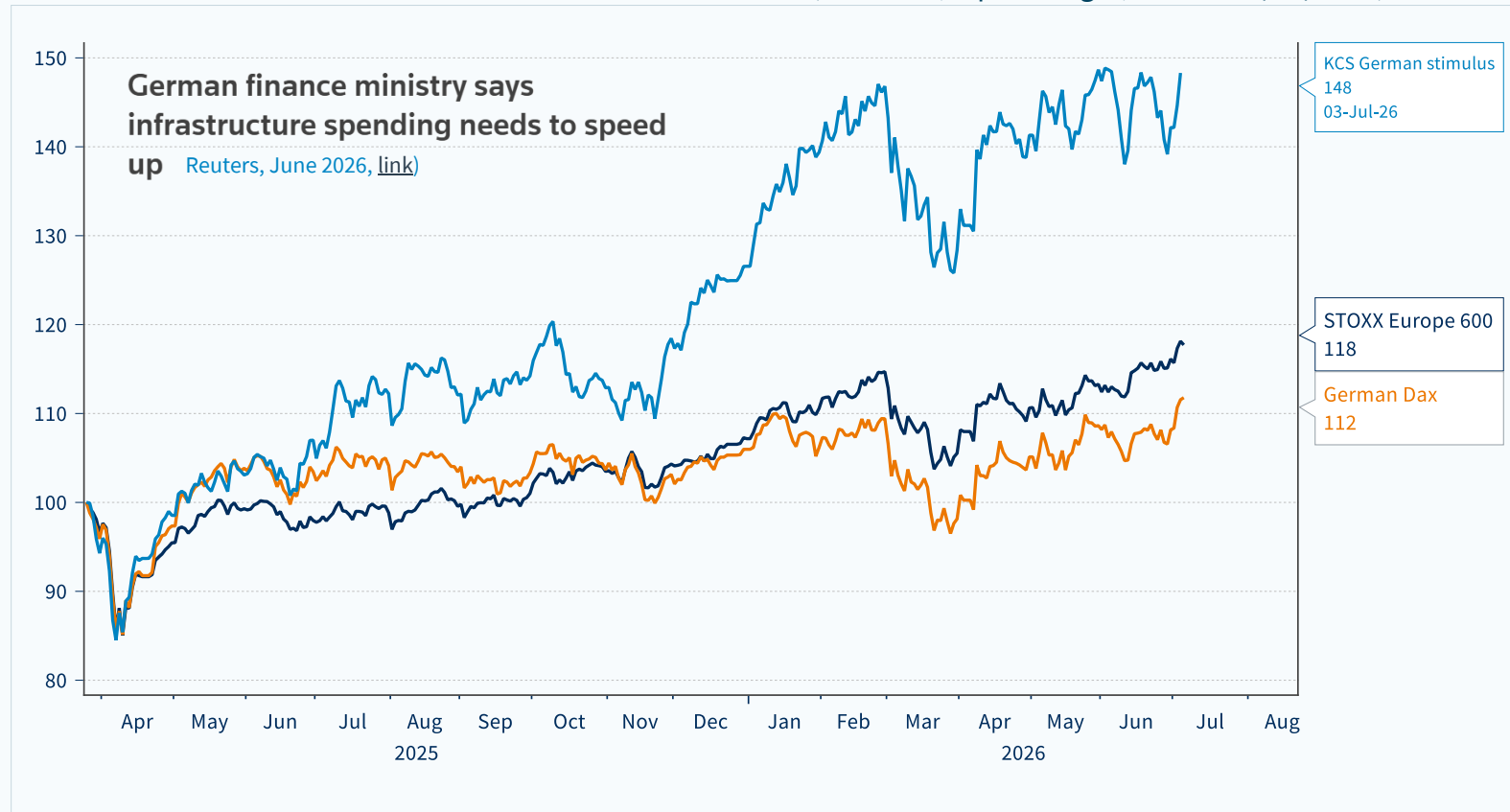
Low oil prices are here to stay, with a potential glut of 4.9mb/d in 2027 and still rising in 2028 and onwards (see analyst note [The Chinese contango and a potential 5mb/d glut next year](#))

mb/d	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
Previous Year Stock Build (+) Draw (-)	-0.3	-0.6	-0.5	1.6	-1.0	4.9	5.3
Non OPEC Supply	69.2	70.4	72.1	72.3	73.9	74.9	75.4
o/w US	19.5	20.4	21.2	21.7	22.5	23.1	23.8
o/w Russia	11.0	10.7	10.6	10.2	10.2	10.2	10.2
o/w Brazil	3.5	3.4	3.9	4.4	4.3	4.4	4.4
o/w Other Non Opec	35.2	35.9	36.5	36.0	36.9	37.1	37.0
OPEC Crude Supply	27.4	27.1	28.3	25.2	30.1	30.1	30.1
o/w Saudi Arabia	9.6	9.0	9.4	9.0	10.5	10.5	10.5
o/w UAE	3.2	3.2	3.5	3.4	4.1	4.1	4.1
OPEC NGL	5.5	5.6	5.7	4.7	6.2	6.4	6.6
Demand	102.7	103.6	104.4	103.3	105.3	106.1	106.6
Demand Growth YoY (mb/d)	2.3	0.9	0.8	-1.1	2.0	0.8	0.5
Non OPEC Supply growth (mb/d)	2.4	1.2	1.6	0.3	1.6	1.0	0.5
OPEC Supply growth (mb/d)	-0.4	-0.3	1.3	-4.1	6.4	0.2	0.2
Implied Stock Build (+) Draw (-)	-0.6	-0.5	1.6	-1.0	4.9	5.3	5.5

Source: Bloomberg, Kepler Cheuvreux

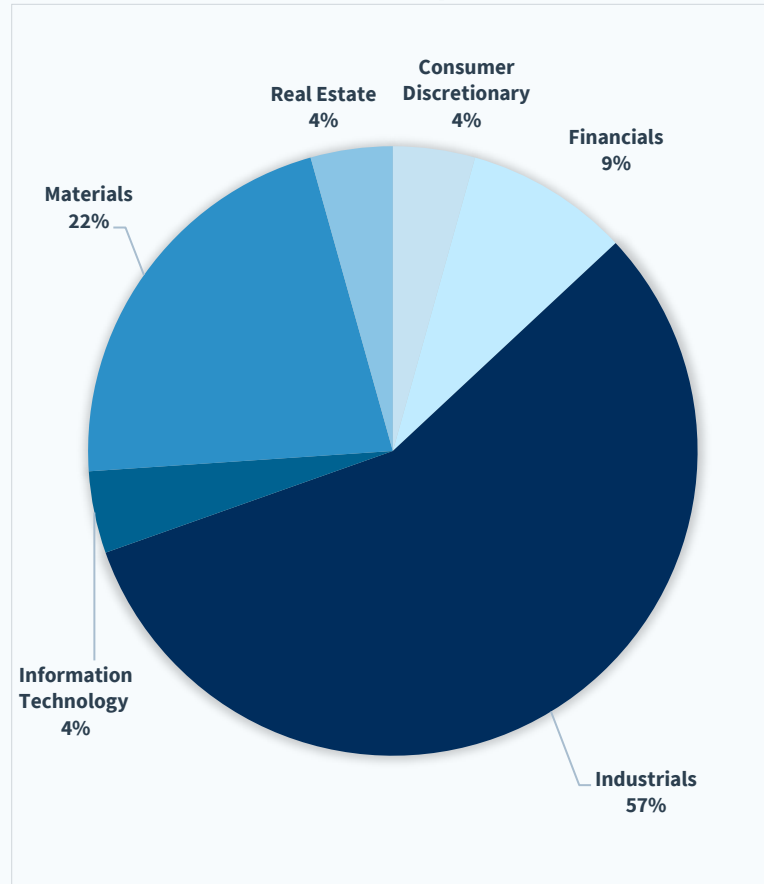
The KC German stimulus basket benefits from both lower energy prices and the reform momentum in Germany

Performance of the KC Solutions German stimulus basket (23 stocks, equal-weight, started 25/03/2025)



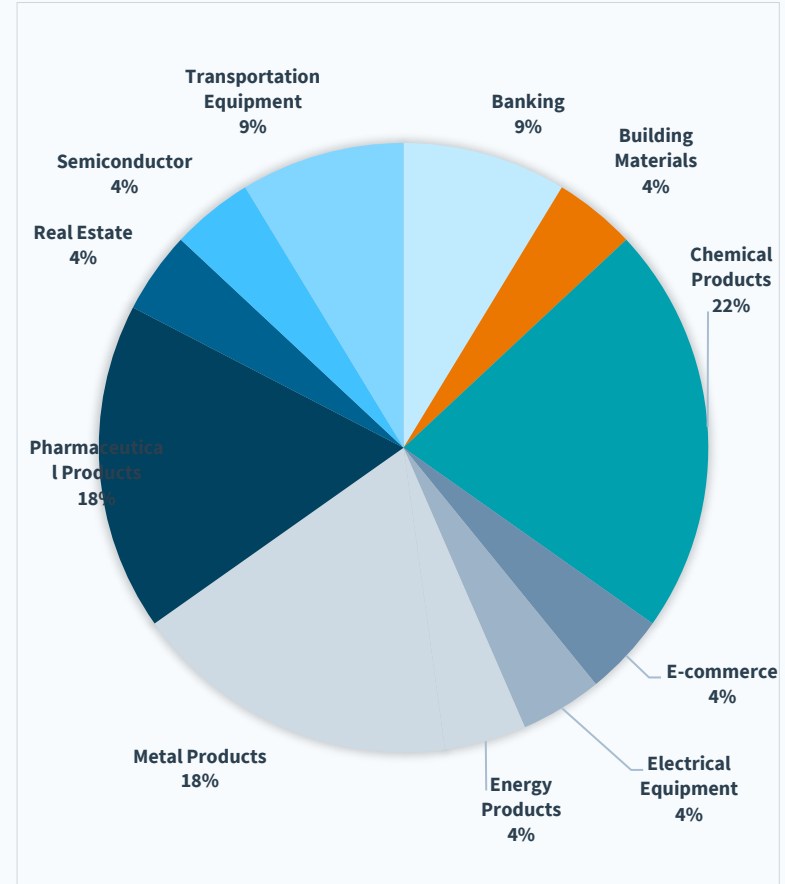
German stimulus basket: a significant bias towards energy-intensive sectors (23 stocks)

German stimulus basket composition (23 stocks)



Source: Kepler Cheuvreux

German stimulus basket composition (23 stocks)



Source: Kepler Cheuvreux



#4: Economic releases in the euro area have started to improve vs expectations; lower energy is a clear tailwind

Macro surprises in Europe are supportive for cyclical sectors



Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux

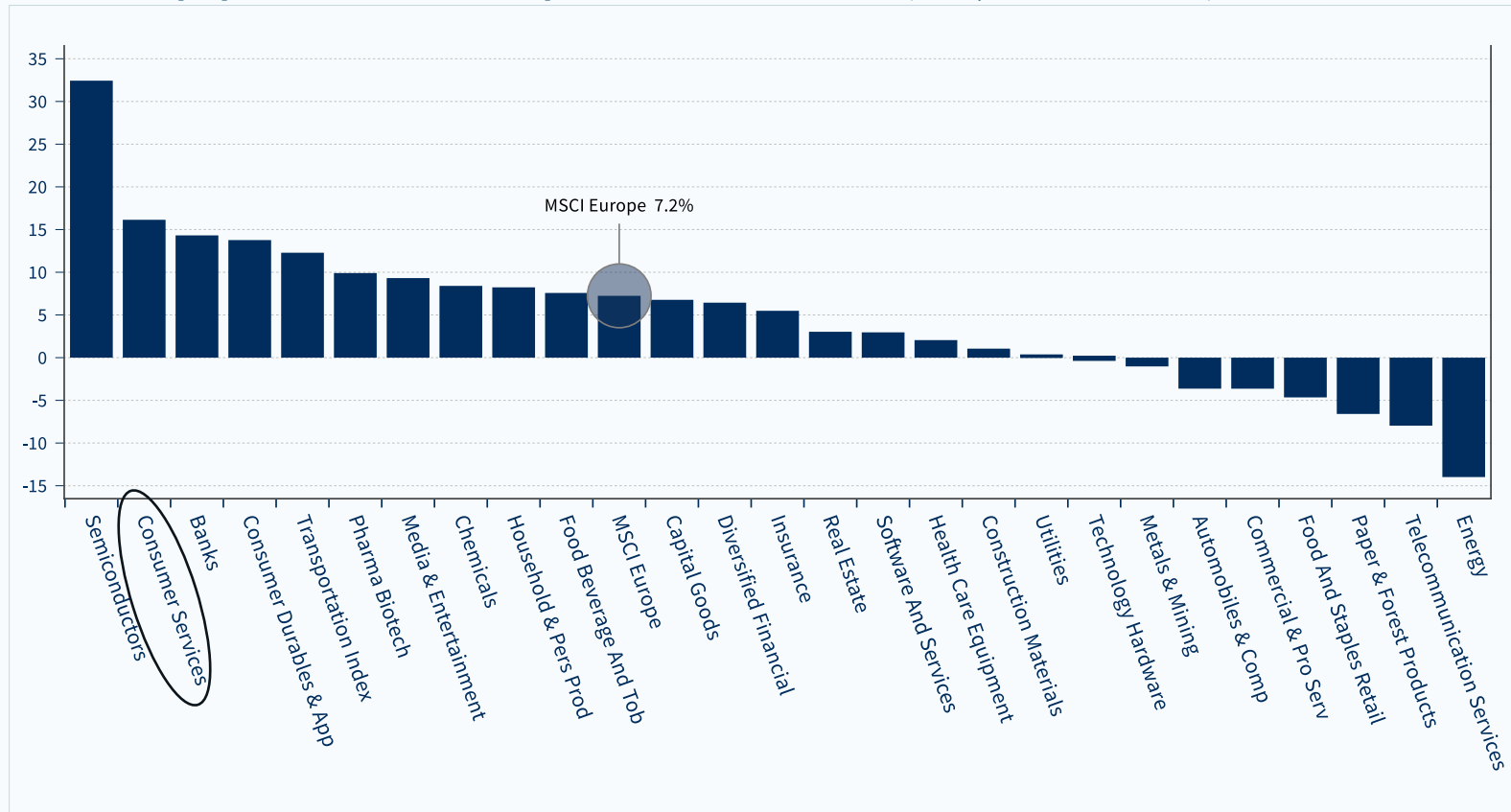
Small caps lagged large caps however (net total return MSCI Europe indices)



Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux

Travel & Leisure is our preferred pick within the consumer space. Autos continue to face demand challenges

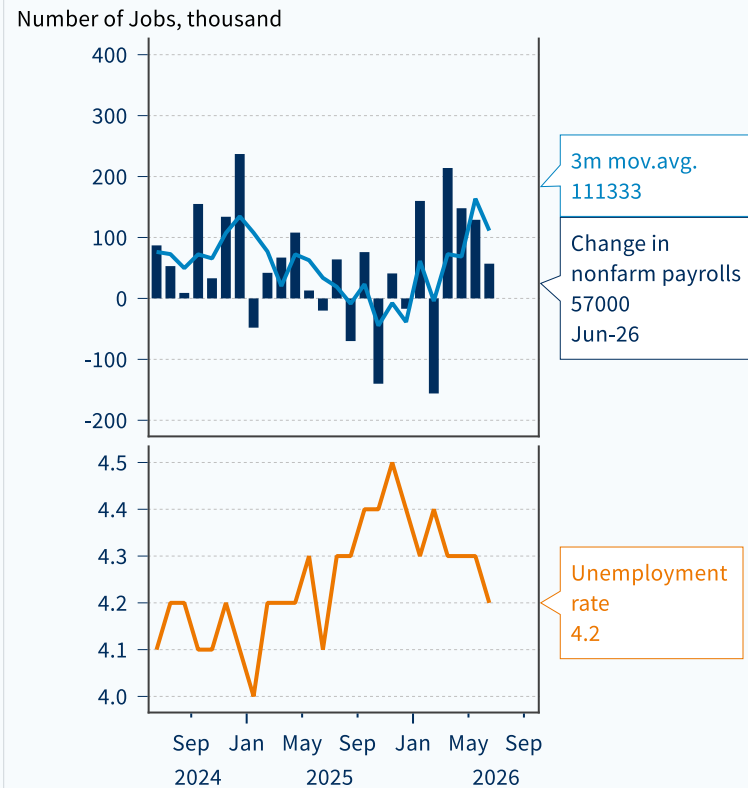
MSCI Europe performance since oil prices started to decline (EUR, since 30/04/26)



As of 10/04/2026. Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux

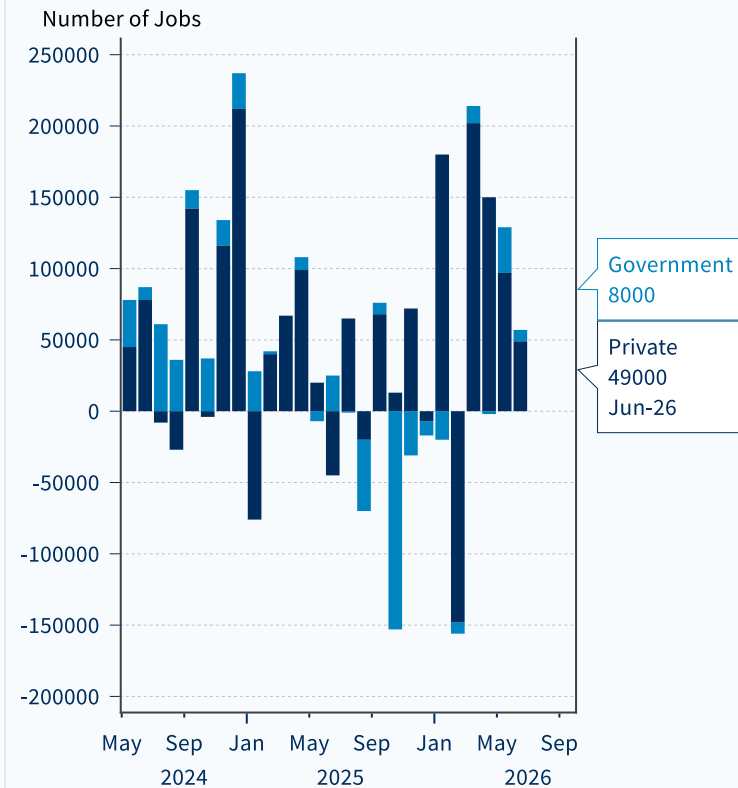
#5: Job creation lost momentum in June, opening the door to a more dovish Fed stance

Job creation has been improving in the past three months
(1-month net change)



Source: BLS, Macrobond, Kepler Cheuvreux

The public sector accounted for a meaningful part of the recent surprise in job creation



Source: BLS, Macrobond, Kepler Cheuvreux

The Fed might not be ready to shift their “hawkish” stance before September

Fed rate expectations implied by Fed fund futures (%)



Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux

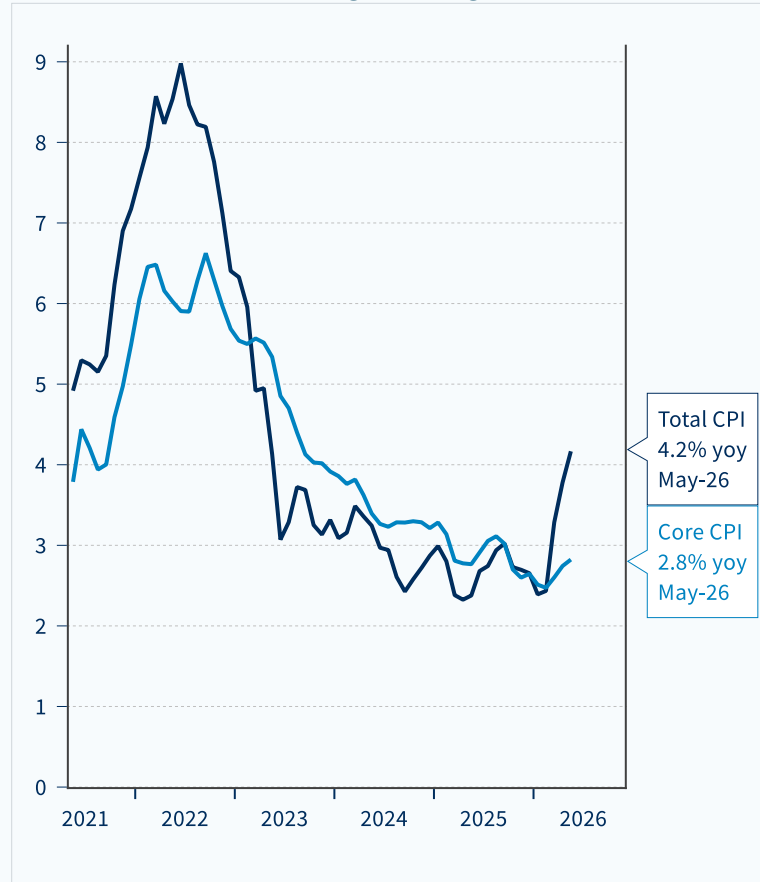
ECB rate expectations implied by €STR futures (%)



Source: Macrobond, Kepler Cheuvreux

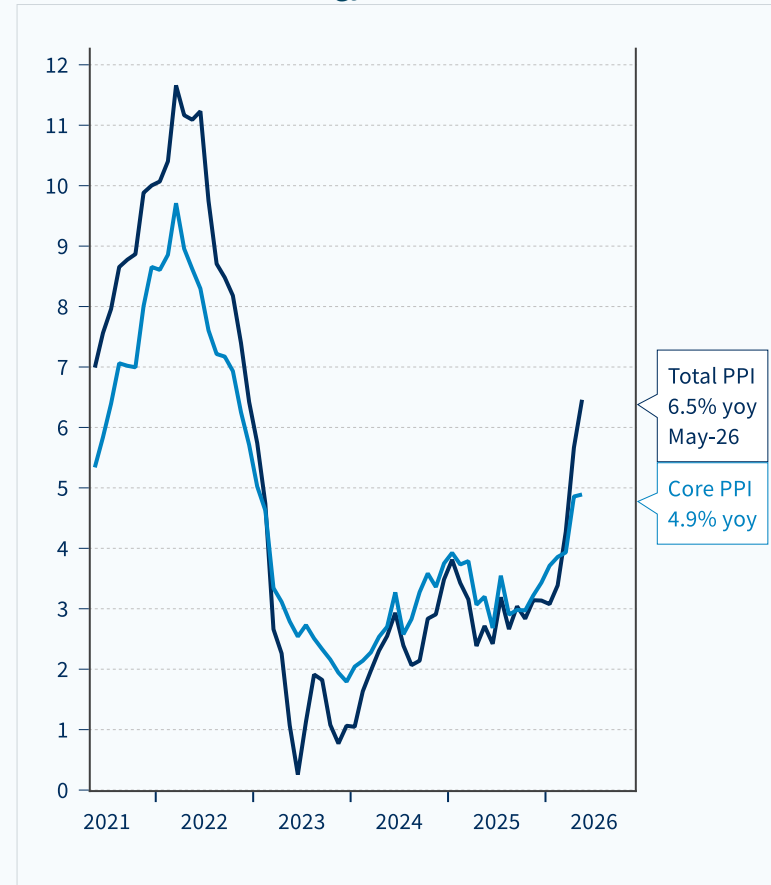
Watch next week's June US inflation release for signs of a potential "détente" on rate expectations

US headline CPI is rallying on energy prices



Source: BLS, Macrobond, Kepler Cheuvreux

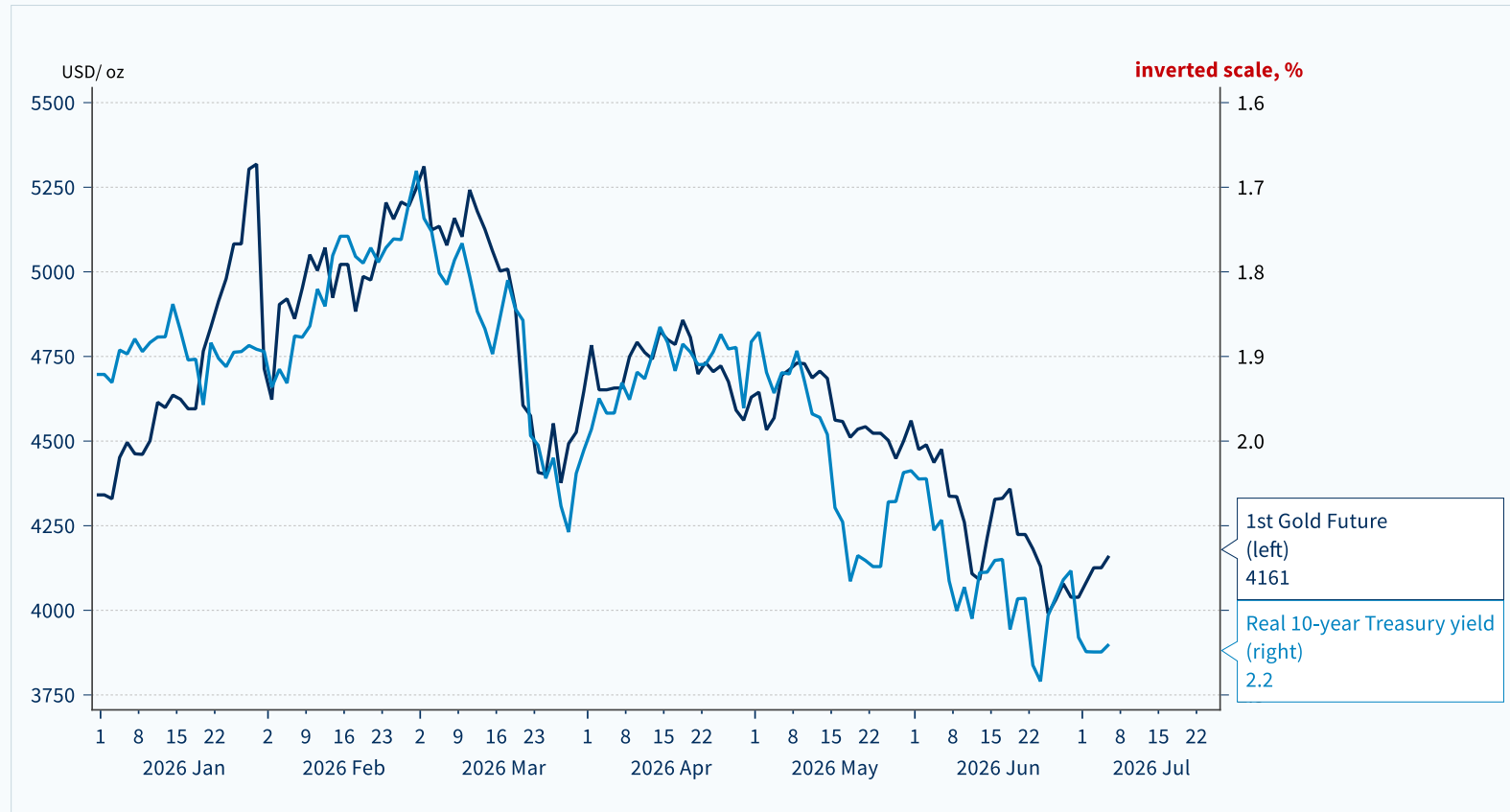
US Producer Price Indices record largest increase since December 2022 on energy and services



Source: BLS, Macrobond, Kepler Cheuvreux

Gold is poised to benefit from lower real interest rates, although it may take time for this tailwind to materialize

The influence of real interest rates on gold is not stable over time, but it has been a strong driver in recent months



US real 10-year Treasury yield: Nominal 10-year minus 10y inflation breakeven. Source: Bloomberg, Macrobond, Kepler Cheuvreux