

REVUE MENSUELLE

MACRO

Jusqu'à fin février, le tableau était globalement rassurant. La croissance mondiale confirmait sa résilience, l'inflation poursuivait sa décrue des deux côtés de l'Atlantique, et les banques centrales semblaient sur la bonne trajectoire pour normaliser leur politique monétaire en douceur. Aux États-Unis, malgré un T4 2025 en ralentissement à +1,4% de croissance annuelle — imputable au shutdown gouvernemental — le consensus tablait sur une expansion supérieure à 2% pour 2026. En Europe, les enquêtes d'activité montraient des signes d'amélioration, portées par les effets retardés de l'assouplissement monétaire.

Le 28 février a tout reconfiguré. Les frappes américano-israéliennes sur l'Iran ont introduit un choc d'offre énergétique majeur via la quasi-fermeture du détroit d'Ormuz — goulet d'étranglement par lequel transitent environ 25% du pétrole mondial et 20% du GNL.

L'économie mondiale se retrouve désormais face à un risque stagflationniste : la flambée du pétrole réalimente l'inflation au moment même où elle pesait sur la croissance. L'Europe et l'Asie, massivement importatrices d'énergie, sont en première ligne. Les États-Unis absorbent mieux le choc grâce à leur indépendance énergétique.

Depuis mi-mars 2026, Trump alterne menaces militaires et annonces de négociations non vérifiées. Le 22 mars, il a fixé un ultimatum puis a suspendu l'échéance, affirmant tenir des discussions « très productives » avec Téhéran, que l'Iran a immédiatement démenties. La méthode suit un schéma récurrent : escalade verbale ou militaire, pause accompagnée d'annonces diplomatiques, puis reprise des hostilités. Les interventions de Trump sont devenues des indicateurs de premier ordre suivis de près par les investisseurs : chaque déclaration laissant entrevoir une désescalade provoque un reflux immédiat des prix du pétrole et un rebond des actions. Mais cet effet s'estompe rapidement, les marchés intégrant progressivement que la rhétorique ne se traduit pas par une résolution concrète.

PERSPECTIVES

Début mars, face à la montée des incertitudes géopolitiques, nous avons réduit notre exposition aux marchés actions pour revenir à une position neutre, en augmentant la part de liquidité du portefeuille.

Notre prudence repose sur deux convictions. D'un côté, le conflit au Moyen-Orient présente tous les signes d'un enlisement potentiel — un choc énergétique prolongé pèserait durablement sur la croissance et poussera l'inflation mondiale à la hausse, avec des conséquences difficiles à chiffrer à ce stade. De l'autre, l'effet Trump reste un facteur imprévisible mais puissant : le président américain a démontré sa capacité à retourner les marchés en quelques heures via une annonce, une suspension de frappes ou un accord négocié directement avec les parties en présence.

Dans ce contexte binaire, nous avons défini deux scénarios d'investissement distincts. Nous restons à l'affût des catalyseurs qui nous permettront de basculer d'un scénario à l'autre.

SCÉNARIO 1 - DÉSESCALADE ET RETOUR À LA NORMALE

Au fil des semaines, l'appétit de Trump pour le conflit s'amenuise. Les États-Unis se retirent en déclarant que les opérations ont été un franc succès. Le régime iranien saisit l'occasion pour faire un pas en arrière : dresser le bilan, consolider ses positions et entamer sa reconstruction. L'Iran relâche progressivement la pression dans le détroit d'Ormuz, permettant une reprise graduelle du trafic maritime.

C'est le scénario favorable pour les marchés financiers. Les négociations diplomatiques qui en découleraient permettraient un retour à la normale et comprime la prime de risque géopolitique. Les marchés actions rebondissent, portés par le regain d'appétit pour le risque et la perspective d'une reprise des échanges commerciaux mondiaux. Sur le marché obligataire, la détente des anticipations inflationnistes soutient les prix des obligations et permet aux taux longs de se stabiliser, voire de reculer.

La normalisation du trafic maritime relance les chaînes d'approvisionnement, dissipe les craintes de pénurie et renforce la confiance des entreprises et des consommateurs. Dans ce contexte, les banques centrales retrouvent une marge de manœuvre pour piloter leur politique monétaire sans pression excessive — un environnement globalement constructif pour l'ensemble des classes d'actifs.

SCÉNARIO 2 - PERSISTANCE DU CONFLIT

Les opérations militaires américaines se poursuivent, y compris au sol, tandis que l'Iran maintient ses représailles — frappes de missiles, drones et manœuvres dans le détroit d'Hormuz — signalant clairement qu'il n'entend pas capituler sous la pression. Le blocus du détroit se poursuit, plongeant les marchés dans plusieurs mois d'incertitude et de volatilité. C'est le scénario adverse. La disruption prolongée des flux énergétiques et commerciaux génère un choc d'offre qui ravive les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale. Le spectre d'une inflation persistante resurface, forçant les banques centrales à maintenir — voire à durcir — leur posture restrictive, au détriment de la croissance.

Les conséquences sur les marchés financiers seraient significatives :

- **Marchés actions** : pression sur les marges des entreprises, révision à la baisse des perspectives bénéficiaires et fuite vers les valeurs défensives ; les secteurs les plus exposés aux coûts énergétiques et aux chaînes logistiques mondiales seraient en première ligne
- **Marchés obligataires** : remontée des anticipations d'inflation, pression haussière sur les taux longs et élargissement des spreads de crédit, pénalisant les émetteurs les plus fragiles
- **Croissance mondiale** : risque accru de stagflation dans les économies importatrices d'énergie, avec un impact particulièrement marqué en Europe

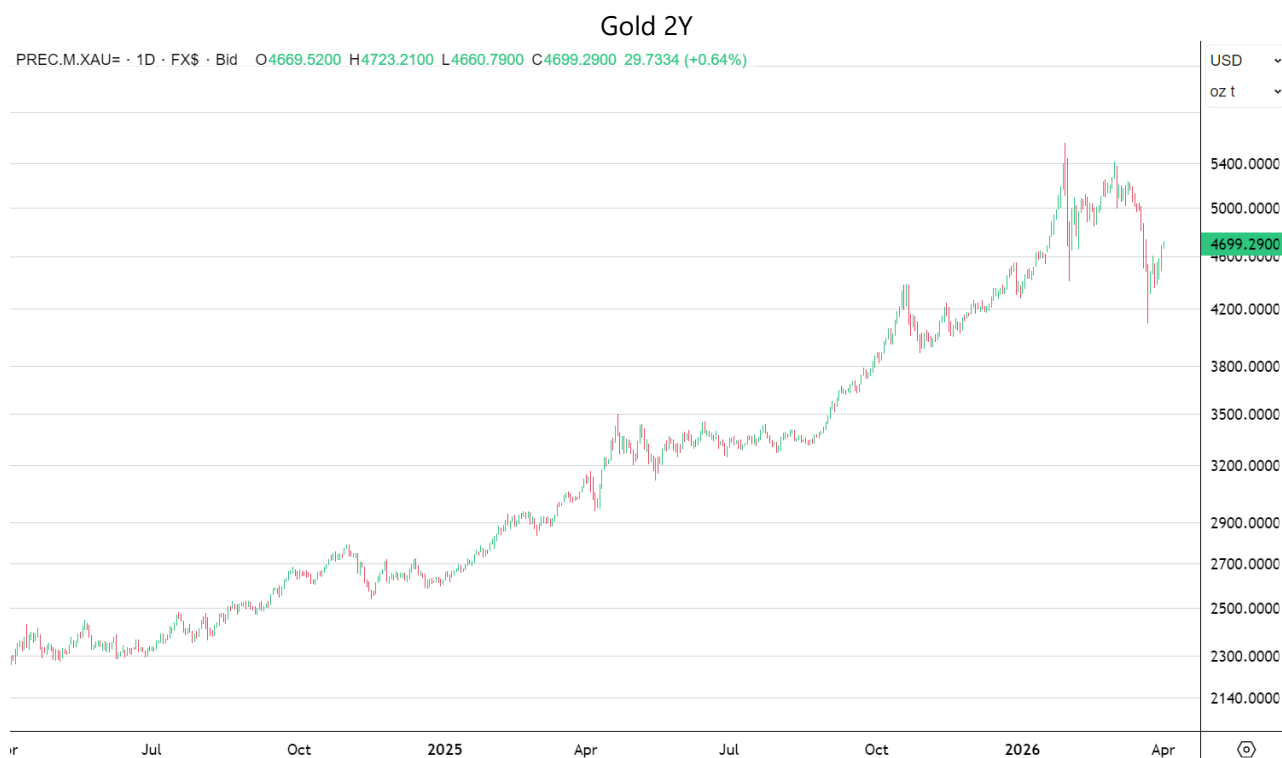
L'ampleur des dégâts dépendrait de la capacité des gouvernements à mobiliser leurs réserves stratégiques, de l'état des infrastructures pétrolières régionales et de l'efficacité des alternatives logistiques disponibles.

MATIÈRES PREMIÈRES

L'OR

Avant le déclenchement du conflit le 28 février, l'or évoluait au-dessus de 5 000 \$/oz, porté par un contexte de baisse des taux anticipée et d'incertitudes géopolitiques diffuses. Le métal jouait pleinement son rôle de valeur refuge. Le choc iranien a produit un effet paradoxal : le choc pétrolier alimente les anticipations d'inflation, ce qui retarde les baisses de taux et pèse sur le métal. L'or a ainsi subi sa pire semaine en six ans mi-mars, tombant vers 4 100-4 200 \$/oz depuis son sommet, avant de se stabiliser autour de 4 420 \$/oz en fin de mois.

La dynamique est désormais binaire : si le conflit se résout rapidement et que les prix pétroliers refluent, les anticipations de baisse de taux reviendront et l'or devrait rebondir fortement vers ses anciens sommets. À l'inverse, un choc énergétique persistant maintient la pression baissière via les taux réels, même dans un environnement d'incertitude élevée.



LE PÉTROLE

Le pétrole est au centre de tout ce mois de mars. Avant le conflit, le Brent évoluait autour de 70-75 \$/baril dans un environnement d'offre abondante — l'OPEP+ peinait à défendre ses prix face à la montée de la production américaine de schiste. Le 28 février, tout a changé. Les frappes américano-israéliennes sur l'Iran ont immédiatement soulevé la question centrale : le détroit d'Ormuz va-t-il être fermé ? Ce bras de mer de 30 km de large est le goulet d'étranglement le plus critique de l'économie mondiale — environ 25 % du pétrole mondial et 20 % du GNL y transitent quotidiennement. La réponse des marchés a été immédiate et violente. Le Brent a bondi jusqu'à 119 \$/baril en séance — un niveau proche des records historiques — avant de refluer rapidement sous 90 \$ lundi 23 mars, quand Trump a suspendu les frappes en évoquant des discussions diplomatiques.

Goldman Sachs qualifie la perturbation du détroit d'Ormuz de plus grand choc d'offre pétrolier de l'histoire des marchés. Le scénario central de la banque suppose une réouverture progressive du détroit sur six à huit semaines, ce qui ramènerait le Brent vers 85-90 \$ en moyenne sur 2026. Mais le scénario adverse — fermeture prolongée — ouvre la voie à des niveaux au-delà du record de 2008, autour de 147 \$.

L'impact macro est direct et asymétrique : les États-Unis, exportateurs nets d'hydrocarbures grâce au schiste, absorbent le choc sans dommage majeur. L'Europe et l'Asie, massivement importatrices, subissent de plein fouet la hausse des coûts énergétiques — avec des effets inflationnistes immédiats à la pompe et sur les factures d'énergie.



MARCHÉS ACTIONS

Avant le 28 février, les marchés étaient bien orientés : les indices américains évoluaient proche de leurs plus hauts historiques, et l'Europe surperformait nettement en début d'année, portée par des valorisations attractives et un regain d'optimisme sur la zone euro.

Le conflit a tout interrompu. L'impact a été géographiquement différencié : les États-Unis ont limité la casse à environ -7%, protégés par leur indépendance énergétique et la domination de la technologie dans leurs indices. L'Europe a décroché d'environ -9%, l'Asie de -11%, toutes deux massivement importatrices d'hydrocarbures.

La rotation sectorielle a été brutale. Seul le secteur énergie tire son épingle du jeu, en hausse de 13 % sur le mois, porté directement par la flambée des prix du pétrole. Les utilities résistent relativement mieux avec -2 %. Le reste du marché est en repli marqué : industrie -11 %, technologie -8 %, pharmacie -8 % malgré son profil défensif habituel, et retail -8 %. Aucun secteur hors énergie n'offre de refuge clair dans ce contexte.

La performance en mars : CAC40 -8.90% (YTD -4.08%), SMI -8.83% (YTD -3.70%), Stoxx600 -8.00% (YTD -1.53%), Nasdaq -4.75% (YTD -7.11%), S&P500 -5.09% (YTD -4.63%), Hang Seng -6.92% (YTD -3.29%), Topix -11.19% (YTD 2.61%).



MARCHÉ DES CHANGES

L'euro a glissé sous 1,16\$, pénalisé par la vulnérabilité énergétique de la zone euro. L'euro a perdu les gains enregistrés début 2026, le conflit ayant mis en évidence la grande vulnérabilité énergétique de la zone.



Le taux EUR/CHF a chuté brutalement vers 0,90 début mars, frôlant brièvement ce seuil à la baisse — un niveau inédit depuis la suppression du cours plancher par la BNS en 2015. Le conflit au Moyen-Orient a mécaniquement renforcé le franc suisse, dont le statut de valeur refuge s'est pleinement exprimé dans ce contexte d'incertitude géopolitique. La BNS a toutefois changé la donne en signalant publiquement une disposition à intervenir sur le marché des changes. Cette communication a suffi à tempérer l'appréciation du franc vis-à-vis de l'euro et du dollar.



MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le choc pétrolier a directement impacté les anticipations de politique monétaire. Le 18 mars, la Fed a maintenu ses taux dans la fourchette 3,50%–3,75% pour la deuxième réunion consécutive (vote 11 contre 1). Le lendemain, la BCE a confirmé le maintien de son taux de dépôt à 2,00% pour la sixième fois depuis juin 2025. Dans les deux cas, le conflit au Moyen-Orient a dominé les débats, créant une incertitude trop élevée pour justifier tout ajustement.

La Fed a révisé son PCE à 2,7% pour 2026 (contre 2,4% en décembre), tandis que la BCE anticipe désormais une inflation à 2,6% en zone euro. Les marchés n'intègrent plus désormais qu'une seule baisse de taux de la Fed en décembre 2026.

Les marchés obligataires des deux côtés de l'Atlantique sont en territoire négatif : les taux à 10 ans allemands et américains sont en hausse d'environ 30 et 50 points de base en réaction aux effets inflationnistes de la hausse du pétrole

US 10Y 1Y



DE 10Y 1Y



DISCLAIMER

Les informations présentées dans cette publication ne constituent en aucun cas des conseils ou recommandations de placement et ne doivent pas être interprétées comme des offres de vente ou d'achats de produits, ni comme des invitations ou incitations à effectuer des transactions ou des actes juridiques. Les informations sont strictement réservées à l'usage interne ; toutefois, la publication peut être transmise à un client de Vision Asset Management ou un investisseur tiers à la demande expresse de ces derniers.

Aucun élément de la publication n'est basé sur les besoins spécifiques, les objectifs de placement et la situation financière d'un client particulier, ni ne constitue une description exhaustive des produits mentionnés. Les clients de Vision Asset Management, ainsi que tout investisseur tiers, doivent éviter de se baser sur ces seules informations pour leurs décisions de placement ou autres. Avant d'effectuer une vente, un achat, une transaction ou un acte juridique quel qu'il soit, les clients de Vision Asset Management et les investisseurs tiers doivent, dans la mesure du nécessaire, s'adresser à leurs consultants en matière juridique, réglementaire, fiscale, financière, économique et comptable, puis prendre leurs décisions de placement (y compris les décisions quant à la pertinence d'une transaction) d'après leur propre appréciation et les conseils des spécialistes consultés. Les performances passées ne sont pas forcément représentatives des performances futures.

Sauf indication contraire expresse, toute information, notamment quant aux prix, est fournie à titre informatif, sur la base d'informations obtenues de sources considérées comme fiables, mais dont le caractère exact, complet, pertinent ou actuel ne saurait être garanti. Les informations de cette publication peuvent changer sans préavis. Nous déclinons toute responsabilité (expresse ou tacite) quant au caractère exact, complet, pertinent, actuel et fiable de ces informations.