

AVRIL 2026

Éditorial

Un premier trimestre sous tension

L'année boursière 2026 avait pourtant bien commencé, portée par les anticipations de baisse de taux, tout spécialement aux Etats-Unis mais aussi en Europe ainsi que des publications des résultats d'entreprises pour le quatrième trimestre 2025, globalement robustes. Dès lors, au 28 février, l'indice Eurostoxx 50 progressait de 5,99% YTD, le MSCI Emerging Markets de + 14,69%, tandis que le S&P500 affichait pour sa part un petit +0,49%. Il faut dire que les valorisations européennes et émergentes avaient pris du retard par rapport à celles observées aux Etats-Unis, gonflées ces deux dernières années par la tech et la thématique IA.

L'Or, jouant pleinement son rôle de valeur refuge face à la montée des risques dans le Golfe Persique et l'arrivée imminente sur zone de l'armada américaine, affichait quant à lui une hausse de 37,42% sur les deux premiers mois de l'année, avec, en corollaire une progression de 35,06% pour les actions minières aurifères. Sur le front des taux d'intérêts, le rendement des emprunts d'état américains à 10 ans était pour sa part orienté à la baisse, terminant à 3,94% fin février vs un plus haut à 4,30% le 20 janvier. Idem pour les taux longs européens, ayant débuté l'année autour des 2,90% et affichant 2,65% de rendement à la fin du mois de février. Un bon début d'année pour les obligations en somme.

Tous ces éléments combinés expliquent la très bonne performance de bons nombres de nos gérants allocataires après les deux premiers mois de l'année, avec des performances souvent comprises entre + 3 et + 6%.

Toutefois, seulement 11 mois après le « Liberation Day » et la crise des tarifs provoquée par Donald Trump, le déclenchement de l'opération « Epic Fury » en date du 28 février sera venu perturber ce début d'année quasi idyllique sur les bourses mondiales.

Cette offensive conjointe entre Israël et les Etats-Unis a débuté par une phase de décapitation. Les bombardiers B-2 et les missiles Tomahawk ont visé les installations stratégiques et les frappes ont éliminé dès le premier jour le Guide Suprême Ali Khamenei et plusieurs hauts responsables du régime. L'Iran a immédiatement répliqué par des salves de missiles contre des bases américaines au Qatar, aux Emirats et à Bahrein, sans compter des frappes sur des villes israéliennes.

Les cours du pétrole, qui étaient contenus depuis des mois sous la barre des 70\$ ont immédiatement réagi à la hausse et deux semaines à peine après le début des bombardements, la barre symbolique des 100\$ était franchie. Le marché obligataire fut également prompt à se réajuster. Comme nous le détaillons dans notre Special Topic en page 4, la crainte d'un choc inflationniste a rapidement refait surface et les taux, longs mais surtout courts, se sont brutalement tendus, tout spécialement en Europe.

C'est pour cette raison que le décrochage boursier fut plus brutal en Europe dans les 15 premiers jours suivant le déclenchement des hostilités, l'Eurostoxx50 reculant -6,5% vs -2,61% pour le S&P500. Sur le mois de mars complet, c'est même -9,26% que perd l'Europe vs -5,09% pour le S&P500 et -13,26% pour les marchés émergents, eux-aussi en premier ligne face à ce choc inflationniste potentiel si la crise devait durer, tant ils sont dépendants du pétrole circulant par le détroit d'Ormuz.

Ormuz... C'est véritablement le blocus total de ce détroit par le commandement des Gardiens de la Révolution le 11 mars dernier, peu après une nouvelle série de frappes aériennes massives sur les infrastructures portuaires de Bandar Abbas, qui a engendré la seconde vague de hausse sur le baril, les prix du WTI ayant frôlés les 118\$ le baril le 7 avril dernier.

Les forces iraniennes ont commencé le minage intensif des eaux du détroit, entraînant l'arrêt immédiat du trafic pétrolier international dans la zone. Plus de 20% du trafic mondial de pétrole tout de même ! Sans parler des engrais, fertilisants et produits chimiques divers et variés (voir détails dans notre Grand Angle en page 4). Face à un tel évènement, le recul des marchés est plus que compréhensible.



<https://picryl.com/media/uss-abraham-lincoln-cvn-72-underway-in-the-arabian-sea-in-support-of-operation-de6548>

	Q1 2026	YTD 2026	Close 31/03/26
DOW JONES	-3.58%	-3.58%	46 341.51
S&P 500	-4.63%	-4.63%	6 528.52
FTSE	2.47%	2.47%	10 176.45
EUROST.50	-3.83%	-3.83%	5 569.73
CAC 40	-4.08%	-4.08%	7 816.94
FTSE MIB	-1.41%	-1.41%	44 309.71
MSCI EM	-0.51%	-0.51%	1 397.20
CRUDE OIL	94.49%	94.49%	101.38
GOLD	9.33%	9.33%	4 668.06
EUR/USD			1.1553
EUR/CHF			0.9237
EUR/GBP			0.8735
EURIBOR 1M			1.998%

Il a finalement même été assez mesuré si on le compare au repli observé l'an dernier au moment de la crise des tarifs. Ce qui a été moins compréhensible en revanche, c'est la chute brutale et contre-intuitive de l'or dans ce contexte anxiogène et systémique où traditionnellement le métal jaune agit comme refuge naturel. Du 2 au 23 mars, le prix de l'or est ainsi passé de 5322\$ l'once à 4407\$, soit un recul de plus de 17% ! Ce recul s'explique en fait par un phénomène de liquidity crunch (crise de liquidité) qui a temporairement neutralisé son statut de valeur refuge. Quatre éléments peuvent expliquer ce mouvement.

1/ Face à l'effondrement simultané des bourses mondiales et à la volatilité extrême, les investisseurs institutionnels ont été contraints de vendre leurs actifs les plus liquides (dont l'or) pour couvrir leurs pertes sur d'autres positions ou répondre à des appels de marge.

2/ Le blocus du détroit a ravivé les craintes d'une inflation galopante. Les marchés ont alors intégré que les banques centrales (dont la Fed) maintiendraient des taux d'intérêt élevés plus longtemps pour contenir cette inflation, ce qui en théorie pénalise l'or qui ne rapporte aucun rendement.

3/ Dans ce contexte de guerre, le billet vert a agi comme souvent comme le refuge ultime. Comme l'or est libellé en dollars, son renforcement mécanique rend le métal jaune plus coûteux pour les acheteurs utilisant d'autres devises, pesant ainsi sur la demande.

4/ Enfin, pour financer l'effort de guerre ou soutenir leurs monnaies nationales affaiblies par l'arrêt des exportations pétrolières, plusieurs pays du Moyen-Orient auraient procédé à des ventes substantielles de leurs réserves d'or.



Dans ce contexte pour le moins troublé, voire explosif, nos portefeuilles ont finalement plutôt bien résisté. Nous avons accumulé pas mal de performance à fin février, avons écriqué un peu nos positions à risque et avons pris la précaution depuis plusieurs mois déjà, d'augmenter la part allouée aux instruments les plus décorrélatés, tant dans la sphère obligataire, qu'alternative ou matières premières. Mais quid des prochains mois ? Quelles sont les choses importantes à monitorer ? Doit-on s'attendre à d'autres vagues de baisse ?

A l'heure où nous écrivons ces lignes ce samedi 11 avril, des négociations tripartites ont commencé au Pakistan avec une délégation américaine emmenée par le vice-président JD Vance et une large délégation iranienne. Simultanément, deux navires américains ont franchi le détroit d'Ormuz sans encombre pour entamer une mission de déminage.

En amont de ces négociations historiques, les deux camps ont formalisé leurs exigences respectives à travers deux documents distincts : le plan en 15 points des États-Unis (transmis fin mars) et la contre-proposition en 10 points de l'Iran (soumise le 8 avril), que Donald Trump a qualifiée de "base viable" pour les discussions.

S'agissant du plan américain, celui-ci vise un démantèlement quasi total des capacités stratégiques iraniennes en échange d'une levée progressive des sanctions, un arrêt immédiat de tout enrichissement d'uranium sur le sol iranien et le démantèlement des infrastructures sensibles sous supervision stricte de l'AIEA, la réouverture permanente et sécurisée du détroit d'Ormuz sous surveillance internationale, la limitation stricte de la portée et du nombre de missiles balistiques et de drones iraniens, la cessation totale du soutien financier et militaire aux "proxys", notamment le Hezbollah au Liban et les Houthis au Yémen.

En contrepartie, les États-Unis proposent un cessez-le-feu durable, un allègement massif des sanctions et un soutien au programme nucléaire civil en cas de respect total des conditions. La contre-proposition de Téhéran reflète pour sa part une position de force relative après le blocus d'Ormuz et réclame des garanties de souveraineté. Elle exige la reconnaissance internationale du droit de l'Iran à l'enrichissement d'uranium à des fins civiles, le maintien du contrôle iranien sur le détroit d'Ormuz, avec la possibilité d'imposer un "péage" aux navires étrangers, un engagement formel de non-agression de la part des États-Unis et le retrait des forces de combat américaines de la région, la levée immédiate et totale de toutes les sanctions et le dégel des avoirs iraniens à l'étranger (estimés à 6 milliards de dollars), un cessez-le-feu régional avec l'arrêt des hostilités non seulement contre son territoire mais aussi contre ses alliés, particulièrement au Liban.

Enfin, L'Iran demande des compensations financières pour les dommages subis lors de l'opération "Epic Fury".

Deux points cristallisent particulièrement les débats :

1/ Le Liban : Téhéran refuse tout accord qui n'inclurait pas un arrêt des frappes israéliennes au Liban, tandis que Washington tente de décorréler les deux fronts.

2/ L'enrichissement : Le passage de "zéro enrichissement" (exigence US) à un "enrichissement contrôlé" (exigence Iran) est le cœur du bras de fer nucléaire actuel.

Avec des différences de calendriers multiples qui rendent la lecture de ces négociations particulièrement difficiles. Les Iraniens ont le temps pour eux. Ils sont habitués aux guerres d'attrition longues. On rappellera ici que la guerre Iran-Irak avait duré pas moins de 8 ans. Pour l'hôte de la Maison Blanche en revanche, le temps joue contre lui.

S'attendait-il à ce qu'après 6 semaines de frappes intensives, la dictature islamiste, certes décapitée de ses leaders, soit toujours debout, avec une capacité de nuisance diminuée mais tout de même importante, suffisante en tous cas pour bloquer le commerce mondial de pétrole ? Difficile de répondre à cela, mais en tous cas une chose est sûre, Donald Trump ne peut pas avoir ce conflit sur les bras à l'approche des élections de mi-mandat qui ne s'annoncent pas faciles.

Outre le réveil relatif de l'opposition démocrate, le camp républicain doit faire face à des tiraillements divers au sein de la base MAGA. Cette affaire iranienne divise, agace, inquiète et certains anciens soutiens du président, notamment certains influenceurs représentant des dizaines de millions de followers, ne cachent plus leur déception. Trump doit impérativement passer à autre chose, à une séquence plus positive. Ce qui peut donc en théorie le conduire à accepter des conditions qu'il n'aurait pas acceptées avec un autre calendrier.

Mais c'est là que le calendrier israélien entre en jeu. Pour l'état hébreu, cette guerre est existentielle. Pas question de s'arrêter au milieu du chemin. Ils veulent et ils doivent « finir le boulot », être tout à fait certains que l'Iran n'aura plus de capacité d'envoi de missiles balistiques à leur rencontre.

Comment gérer ce grand écart ? Les tous prochains jours seront cruciaux et devraient nous apporter un éclairage précieux sur la pérennité ou non des facteurs d'inquiétude pour les bourses mondiales.

Si les négociations d'Islamabad devaient se concrétiser par un succès (ce qui serait entre parenthèses une très bonne opération pour JD Vance qui n'était pas forcément très chaud pour cette opération à ses débuts) et que le détroit d'Ormuz réouvre totalement, les prix du baril devraient rapidement refluer.

Les banquiers centraux, moins angoissés à l'idée d'un éventuel choc inflationniste, pourrait à nouveau envisager des baisses des taux directeurs et les taux longs se détendraient, ce qui serait bon pour les marchés actions. Dans une telle hypothèse, nous remettrions un peu de risque dans nos portefeuilles, un peu plus de poids sur la partie actions, un peu plus de durée dans la sphère obligataire et 2026 pourrait finir en beauté, à l'image de 2025, avec des performances supérieures à 5% pour des stratégies équilibrées.

Si en revanche les négociations entamées ce jour au Pakistan devaient capoter, si les bombardements devaient repartir, le détroit rester fermé, les frappes iraniennes sur les monarchies du Golfe reprendre et surtout le prix du baril rester durablement au-dessus des 100\$, le comportement des banques centrales serait alors tout autre et d'autres vagues de baisse seraient alors probables sur le front boursier.

Dans ce cas, il conviendrait alors de garder des liquidités disponibles pour moyenner les positions actions le moment venu, ne pas être trop long en durée sur la poche obligataire et garder de bonnes expositions sur des instruments de décorrélation susceptibles de nous procurer de la performance positive même en cas de bourses en berne.

Toute l'équipe de 2PM est bien entendue mobilisée pour monitorer au mieux l'ensemble de ces paramètres et la situation géopolitique mondiale.

Depuis 20 ans, nos portefeuilles ont su se montrer robustes dans les périodes de crise, il n'y a pas de raison que cela change. La maîtrise des drawdowns et de la volatilité de nos portefeuilles reste pour nous une préoccupation de tous les instants.

Christophe Carrafang



Macroéconomie Q1 2026 : Les premiers effets du conflit au Moyen Orient

Inflation : Changement de trajectoire

- En Zone Euro, l'inflation est en hausse et passe de +1.9% à +2.5% en mars, la BCE devrait augmenter les taux d'intérêt dès la fin du mois d'avril.
- Aux USA, les effets ne sont pas encore connus et pourraient être moindres du fait d'une dépendance énergétique moins importante. A noter une augmentation de l'indice des prix de l'ISM manufacturier de 70.5 à 78.3 en mars.
- En Chine l'inflation est de retour ; +1.3% en février, une bonne nouvelle pour la banque centrale.

Activité manufacturière : Une bonne trajectoire depuis le début de l'année

- L'indicateur global progresse de 50.4 en décembre à 51.3 en mars.
- L'ISM aux Etats-Unis s'installe depuis trois mois au-dessus des 52.
- En Zone Euro on observe le même phénomène avec un indicateur qui passe de 48.8 à 51.6 en trois mois.
- Les indices chinois reflètent une stabilisation autour du niveau de croissance.

Activité des services : Déjà un ralentissement

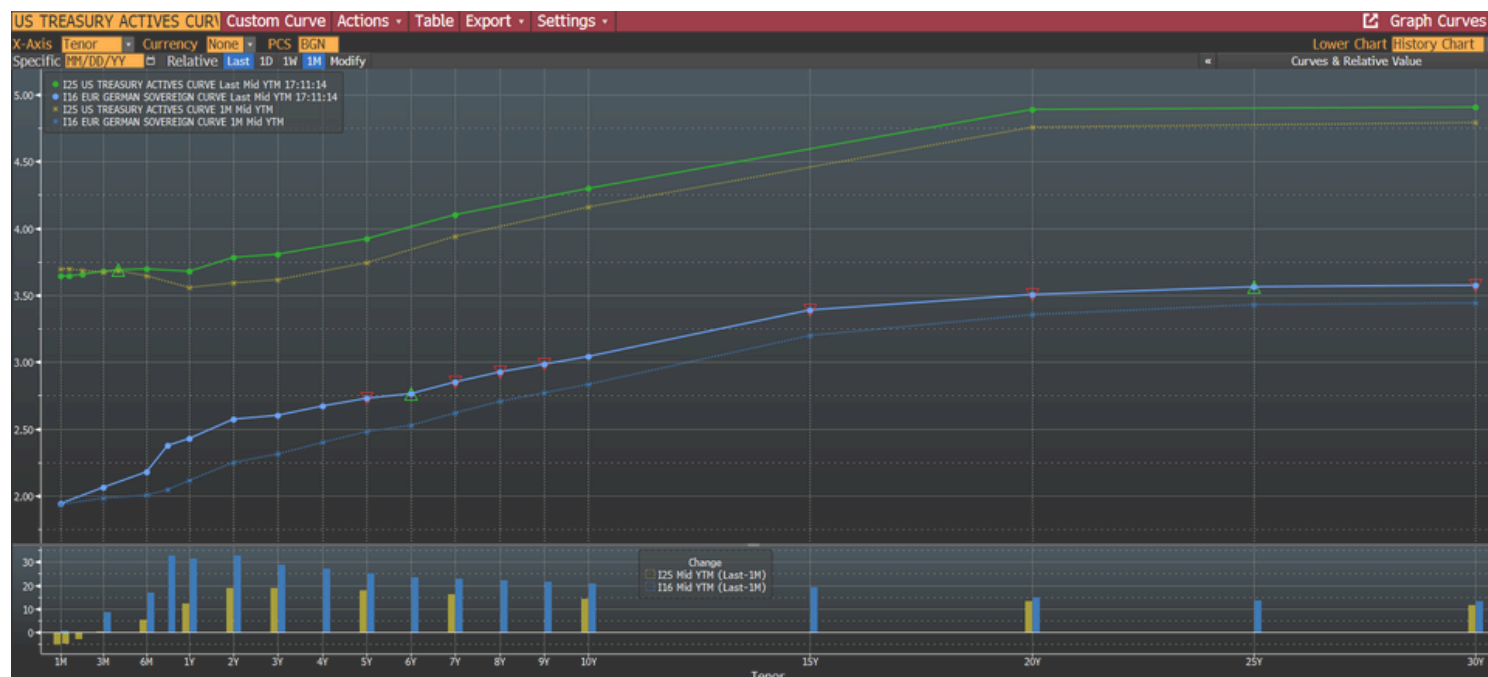
- Ralentissement généralisé de l'activité des services ; l'indice global perd -2.6 points à 50.8.
- Aux USA l'ISM des services recule de -2 points à 54 ; les nouvelles commandes progressent ainsi que le niveau des prix payés.
- En Zone Euro le recul est similaire à 50.2
- Les indicateurs chinois sont encore bien orientés ; l'indicateur officiel est en légère hausse de 49.5 à 50.1 en mars.

Services sector activity: Rather robust.

- Les créations d'emplois aux US rebondissent en mars après un mois de février très négatif. Le taux de chômage décroît légèrement de +4.4% à +4.3%.
- L'indicateur avancé de l'emploi de l'ISM des services est cependant passé en zone de contraction à 45 en mars contre 51 le mois précédent.
- En Zone Euro le taux de chômage remonte légèrement à +6.2% ce qui reste historiquement bas, avec des réalités locales assez différentes : +7.9% en France, +6.3% en Allemagne, +5.7% en Italie et +10.1% en Espagne.

Damien Liegeois

The Evolution of US and EU Interest Rate Curve





Grand Angle

La Chine va-t-elle intervenir pour libérer le détroit d'Ormuz ?

La montée des tensions autour du détroit d'Ormuz constitue un risque majeur pour les marchés financiers mondiaux. Point de passage d'environ un tiers des flux pétroliers maritimes, ce corridor concentre des enjeux énergétiques, industriels et macroéconomiques dont les implications dépassent largement la seule géopolitique régionale.

Un blocage prolongé du détroit provoquerait un choc d'offre immédiat sur plusieurs matières premières critiques :

- Pétrole et gaz naturel liquéfié (GNL) : hausse brutale des prix, avec un effet direct sur les coûts de production et de transport à l'échelle mondiale.
- Engrais : les exportations issues du Golfe étant perturbées, les prix agricoles subiraient une pression haussière, ravivant les tensions alimentaires.
- Hélium et autres gaz industriels : essentiels pour les semi-conducteurs et la santé, leur raréfaction amplifierait les perturbations industrielles.

Ce choc d'offre multi-matières premières se traduirait mécaniquement par un retour de l'inflation, contraignant les banques centrales à maintenir des conditions financières restrictives plus longtemps que prévu. Le scénario de stagflation – croissance faible combinée à une inflation élevée – redeviendrait central.

Le rôle de l'Iran est ici déterminant. Les exportations de pétrole constituent la principale source de revenus du régime. Une interruption durable fragiliserait profondément son économie domestique. À l'inverse, le maintien des flux vers la Chine apparaît comme une condition de survie économique.

Jusqu'à présent, la Chine s'est positionnée comme un acteur relativement passif, anticipant un choc transitoire. Toutefois, un blocage prolongé du détroit modifierait radicalement cette posture. En tant que premier importateur mondial de pétrole et puissance industrielle exportatrice majeure, la Chine est doublement exposée :

- Une récession mondiale pèserait directement sur ses exportations de biens et services, qui est le cœur de son modèle économique.
- Suivi d'un ralentissement de la croissance intérieure, de tensions sur l'emploi industriel, et d'un risque accru de mécontentement social.

Dans ce cadre, la Chine devient un acteur clé de résolution de crise. Sa relation économique avec l'Iran lui confère un levier stratégique : si les achats chinois de bruts sont effectivement vitaux pour le régime iranien, Pékin dispose d'un moyen de pression crédible pour encourager une réouverture du détroit.

La question d'une intervention chinoise dans la crise du détroit d'Ormuz doit être analysée sous un prisme économique avant tout. Pékin n'a pas nécessairement intérêt à intervenir militairement. Surtout que pour l'heure, les bateaux chinois circulent librement dans le détroit. Mais elle dispose, avant tout, d'un levier économique déterminant.

Le scénario central reste celui d'une résolution par alignement des intérêts économiques, la Chine agissant en stabilisateur implicite du système énergétique mondial. Pour les marchés, l'enjeu réside dans le timing de cette intervention : plus il sera tardif, plus le coût macroéconomique – inflationniste puis récessif – sera élevé.

Damien Beasse

Special Topic

Le mal de tête des Banques Centrales

Après le choc inflationniste de 2021/2022, Les banquiers centraux retrouvaient un peu de sérénité. Grâce à leurs interventions ils avaient réussi à enclencher dès 2023 une période de désinflation. Ils abordaient l'année en cours avec de la visibilité macro-économique et une inflation proche de l'objectif des 2%.

Depuis un mois le scénario central de l'année a volé en éclat et le spectre d'un choc inflationniste refait surface. Si, historiquement, le pire des scénarios reste celui de la déflation, les périodes de stagflation sont aussi compliquées à gérer. L'économie fait face à un choc externe qui met une forte pression à la hausse sur les prix énergétiques et de certaines matières premières. Un choc, qui plus est, provoqué par un conflit dont on ne connaît pas la durée. Il est ainsi difficile de savoir s'il provoquera juste un pic d'inflation de court terme ou s'il persistera et se transmettra aux prix de l'ensemble des biens et services.

Comme le mandat des banques centrales ne leur laisse pas le loisir de laisser l'inflation s'installer, elles doivent agir vite et augmenter les taux directeurs ; une double peine pour la croissance déjà pénalisée par le choc énergétique. En toute logique, ce choc devrait de lui-même ralentir la demande et faire baisser l'inflation, une hausse des taux courts si rapide est-elle forcément nécessaire ? Les marchés obligataires ont très vite anticipé ce scénario et les courbes de taux se sont fortement ajustées avec un impact plus important sur la Zone Euro et l'Asie. En effet, toutes deux souffrent d'une plus grande dépendance énergétique avec un approvisionnement en pétrole et gaz tout particulièrement perturbé par ce conflit. Selon les nouvelles estimations, la FED ne devrait plus baisser ses taux en 2026 comme cela était attendu et la BCE devrait quant à elle monter ses taux trois ou quatre fois cette année ! Des attentes qui paraissent assez démesurées.

Ainsi, les marchés obligataires anticipent le pire ; un conflit long et impactant car au fur et à mesure des semaines, les espoirs d'un conflit court se sont éloignés. Les premières hausses de taux sont attendues dès la fin avril par la BCE avec une première hausse de +0.25%.

L'annonce du cessez le feu pour deux semaines avec une réouverture progressive du détroit d'Ormuz, peut changer la donne. Si cela débouche sur une paix durable et la réouverture totale du trafic maritime, les anticipations de hausses de taux peuvent disparaître aussi vite qu'elles sont apparues : un vœux pieu ?

Damien Liegeois