

MARS 2026

LA GUERRE VIENT PERCUTER UNE CONJONCTURE FAVORABLE

La guerre en Iran est un événement historique qui vient percuter la dynamique économique et celle des marchés, qui étaient très bien orientés depuis le début de l'année.

Après avoir mieux résisté qu'attendu aux chocs protectionnistes de 2025, la croissance réaccélérait et se généralisait en janvier/février. En plus des conditions financières accommodantes et du boom de l'investissement dans l'IA, le cycle commençait à bénéficier de l'impulsion budgétaire généralisée (États-Unis, Japon, Allemagne, Chine).

Si l'incertitude commerciale reste élevée après la décision de la Cour suprême américaine d'invalider une partie des droits de douane de 2025, notons que les tarifs avaient déjà légèrement diminué à la suite de nouveaux accords et que le risque d'un nouveau choc tarifaire généralisé s'était nettement atténué.

Mais depuis le déclenchement de la guerre, début mars, les prix du pétrole et du gaz ont augmenté de plus de 50% et le détroit d'Ormuz, par lequel circule 20% du pétrole et du gaz liquéfié mondiaux, est bloqué pour la première fois de l'histoire. Et l'incertitude reste très élevée à court terme, vu que les objectifs de l'administration américaine pour ce conflit restent flous et que le régime iranien se bat désormais pour sa survie.

L'amplitude et surtout la durée du choc pétrolier détermineront si le scénario global est totalement modifié, pour le pire, ou s'il est seulement légèrement affecté, et on retrouvera la dynamique porteuse du début d'année.

Le risque d'un choc énergétique important qui durerait plusieurs mois est significatif. Cela justifie de rester assez prudents sur les actifs risqués à court terme. D'autant plus que la réaction des marchés a été relativement raisonnable depuis le début de la guerre, probablement parce qu'ils se sont habitués à voir l'administration américaine reculer rapidement quand la situation se dégrade. Toutefois, ce recul pourrait être plus compliqué dans le cas présent : l'Iran pourrait être tenté de poursuivre sa riposte visant à déstabiliser le marché de l'énergie.

Néanmoins, en l'état, nous pensons que le scénario le plus probable est celui d'une persistance de tensions importantes dans les prochaines semaines, mais qui refluerait assez rapidement au printemps. L'incertitude et les prix énergétiques seraient donc quasiment normalisés avant l'été.

En effet, la pression politique sur le président américain est importante pour écourter la guerre. Celle-ci est peu soutenue par ses électeurs, et un choc énergétique pèserait négativement sur les élections de mi-mandat de novembre. Enfin, l'administration américaine préférera sûrement une situation moins instable avant la visite de D. Trump en Chine, prévue fin mars/début avril. Aussi, pour l'Iran les revenus pétroliers sont vitaux et dépendent du trafic sur le détroit d'Ormuz et la Chine est très dépendante du pétrole du Moyen-Orient.

C'est pourquoi notre scénario central reste relativement constructif à moyen terme, intégrant toujours une croissance mondiale légèrement supérieure à sa tendance cette année et une normalisation de l'inflation, même si celle-ci est repoussée à l'année prochaine. Les banques centrales seraient un peu plus attentistes à court terme, mais cela ne modifierait pas notre scénario au-delà. La BCE maintiendrait ses taux stables et la Fed baisserait ses taux une dernière fois cet été.

Dans ce scénario, le potentiel de rebond des actions serait intéressant à l'horizon de trois mois, aux États-Unis comme en Europe et en Chine.

Côté obligataire, nous pensons que les obligations souveraines européennes sont attractives, puisqu'elles intègrent un risque inflationniste et un risque de hausse des taux directeurs qui pourraient se dégonfler à moyen terme, tout en offrant une protection contre le risque récessif qu'engendrerait un choc énergétique plus durable.



Sebastian PARIS-HORVITZ,
Responsable de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com



Xavier CHAPARD,
Stratégiste
xavier.chapard@lbpam.com

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale réaccélérerait bien début 2026 après avoir résisté aux chocs protectionnistes américains en 2025. Ainsi, le PMI composite global a augmenté de 1,3pt à 53,3pt sur janvier/février, soit son plus haut niveau depuis mi-2024. Et cette hausse était assez généralisée en termes de secteurs (dont l'industrie) et de pays (dont l'Europe et l'Asie).

En plus des conditions financières accommodantes, aidées par les baisses des taux directeurs passées, et du boom d'investissement lié à l'IA, les perspectives conjoncturelles bénéficient des politiques budgétaires qui redeviennent nettement stimulantes dans les principaux pays en début d'année (États-Unis, Allemagne, Japon voire Chine).

L'incertitude commerciale persiste, mais a un impact décroissant sur le scénario. Après la décision de la Cour suprême américaine d'invalider une partie des droits de douane, l'administration les a remplacés par un tarif temporaire uniforme de 10 %. Cela réduit légèrement le taux moyen actuellement imposé et, surtout, limite la capacité d'introduire de nouveaux chocs commerciaux, même si nous pensons que ces tarifs temporaires seront remplacés par des tarifs équivalents d'ici l'été.

L'inflation s'était lentement normalisée en dehors des États-Unis, où elle restait trop élevée (autour de 3%) mais ne réaccélérerait pas fortement malgré les droits de douane.

Bien sûr, la guerre en Iran et le choc énergétique associé viennent remettre en cause ce scénario favorable.

Si les prix de l'énergie venaient à augmenter fortement (au-delà de 100 dollars le baril), et surtout pendant plusieurs mois (prolongement du blocage du détroit d'Ormuz, destruction de capacités de production ou d'exportation au Moyen-Orient), le choc stagflationniste pourrait entraîner un ralentissement brutal de l'économie mondiale, en particulier en Europe et en Asie, et faire repasser l'inflation au-delà de 3 %, ce qui contraindrait les banques centrales à adopter une politique plus restrictive. **Le risque lié à ce scénario défavorable a clairement augmenté.**

Toutefois, en l'état, nous pensons que le scénario central reste plutôt positif à moyen terme, seulement un peu moins qu'avant le début du conflit.

Dans ce scénario, les tensions et l'incertitude resteraient encore très importantes dans les prochaines semaines, mais elles refluerait assez rapidement au cours du printemps. Les prix de l'énergie seraient alors quasiment normalisés avant l'été.

La croissance serait un peu plus basse et l'inflation un peu plus haute qu'anticipé avant le choc, mais de façon limitée et transitoire. La résilience de la croissance mondiale ne serait alors pas remise en cause.

Pour la zone euro, la croissance n'augmenterait pas au premier semestre, mais elle resterait au-dessus de 1% cette année. L'inflation serait finalement légèrement au-dessus de la cible de 2% encore cette année, mais reviendrait tout de même sous la cible l'année prochaine.

Les banques centrales seraient attentistes à court terme, tant que la durée et l'ampleur du choc stagflationniste restent incertaines. Mais cela ne changerait pas notre scénario au-delà, avec des taux de la BCE stables et une dernière baisse de taux de la Fed cet été.

Marchés

A très court terme, nous pensons que la prudence reste de mise sur les actifs risqués. La baisse des marchés a été raisonnable jusque-là vu la hausse des risques. Elle reflète plutôt une réduction des positions prises par les investisseurs depuis le début de l'année qu'une forte baisse de l'appétit pour le risque. Et les marchés se sont habitués à ce que l'administration américaine recule rapidement dès que la situation se dégrade, mais, cette fois, le recul pourrait être plus compliqué avec l'Iran.

Cela dit, nous restons positifs sur les actions à moyen terme. Les valorisations des actions sont plus raisonnables après la récente baisse des marchés, alors qu'elles avaient atteint des niveaux tendus fin février. Cela offre une perspective de rendement plus intéressante dans notre scénario central, dans laquelle la reprise de la croissance des profits des entreprises n'est pas remise en cause.

Côté obligataire, nous pensons que les obligations souveraines sont déjà intéressantes, en particulier en Europe. La hausse des anticipations d'inflation à moyen terme et les anticipations de hausse de taux de la BCE devraient se dégonfler dans notre scénario central avec le reflux des prix de l'énergie à moyen terme. Et si le choc énergétique s'intensifie à court terme, les taux longs pourraient commencer à intégrer le risque de baisse de l'activité plutôt que le risque inflationniste. Cela dit, nous restons prudents sur les obligations de maturité très longue en raison de la dégradation des perspectives budgétaires.

SYNTHESE DES VUES 3 MOIS DE LA GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

Classe d'actifs	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Positif	=
Souverains	Neutre	+
Crédit	Négatif	-
Monétaire	Neutre	=

Les performances sur les 2 premiers mois de l'année ont été particulièrement intéressantes pour l'ensemble des actifs financiers, en particulier les actifs risqués hors États-Unis. La guerre au Moyen-Orient vient remettre en question ces tendances à court terme, et l'ajustement des positions des investisseurs entraîne une inversion des performances relatives (des émergents et de l'Europe vers les États-Unis).

De façon plus ou moins logique, le marché y voit essentiellement une cause de dérapage inflationniste et budgétaire, ce qui pèse sur les obligations, et l'idée de récession potentielle s'inscrit surtout dans la baisse des marchés actions, bien qu'encore de façon modérée à ce stade.

Le conflit et les tensions sur les marchés de l'énergie pourraient maintenir un stress important dans les prochaines semaines. Mais nous pensons qu'une fermeture durable du détroit d'Ormuz (au-delà de quelques semaines) devrait être évitée, ce qui permettrait de limiter l'impact économique à moyen terme. La volatilité à court terme peut donc être mise à profit pour renforcer certaines positions, notamment sur l'actif obligations d'État en Europe. La baisse des valorisations offre pour la suite un potentiel plus important pour les actifs risqués, d'où notre surpondération des actions à l'horizon 3 mois.

Actions	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Zone euro	Positif	=
Europe hors Euro	Positif	=
Reste Europe	Positif	=
États-Unis	Positif	=
Japon	Neutre	=
Chine	Positif	=
Marchés émergents	Positif	=

- La baisse observée depuis le début du mois se concentre sur les actions européennes, asiatiques et émergentes, alors que les actions américaines restent assez résilientes. Cela s'explique par l'impact d'un choc pétrolier et de la hausse du dollar, mais aussi par le fait que le positionnement des investisseurs en faveur des marchés non américains était consensuel avant la guerre.
- Évidemment, la prudence est de mise tant que les tensions au Moyen-Orient ne refluent pas et que les prix de l'énergie continuent d'augmenter. Cela dit, la baisse des marchés détend les valorisations et redonnera des points d'entrée plus intéressants. Nous maintenons notre vue positive à l'horizon trois mois, dans un scénario où la géopolitique se stabiliserait, les prix de l'énergie se normaliseraient d'ici l'été, alors que les moteurs macro et micro restent favorables.
- Nous maintenons une grande diversification géographique. Les actions américaines résistent mieux à court terme et les valorisations sont un peu moins tendues après leur surplace depuis plusieurs mois, alors que les publications de résultats d'entreprise restent très solides. Les actions européennes se sont nettement dépréciées ces derniers jours, alors que notre scénario de moyen terme anticipe toujours un retour de la croissance des profits. Nous conservons en revanche notre prudence sur les actions japonaises, qui restent très chères et exposées au risque de réappréciation du yen..

Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	Les obligations convertibles consolident après un début d'année porteur, en parallèle des marchés actions, mais restent positives depuis le début de l'année. Nous pensons que cette classe d'actifs continuera de bénéficier d'un environnement favorable, avec un scénario central positif pour les actions à moyen terme, ainsi que grâce à leur convexité, qui constitue un atout pour traverser les à-coups de marché (notamment dans le contexte d'incertitudes au Moyen-Orient).
Convertibles	Positif	=	

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	- Alors que les rendements obligataires avaient fortement baissé en février et nous apparaissaient trop bas par rapport aux fondamentaux, ils ont nettement rebondi depuis le début de la guerre en Iran. Face au choc pétrolier, les anticipations de taux des banques centrales, les anticipations d'inflation et les craintes budgétaires ont contribué à cette hausse. - Alors que les rendements obligataires avaient fortement baissé en février et nous apparaissaient trop bas au regard des fondamentaux, ils ont nettement rebondi depuis le début de la guerre en Iran. Face au choc pétrolier, les anticipations de taux des banques centrales, les anticipations d'inflation et les craintes budgétaires ont toutes contribué à cette hausse. - Nous restons plus neutres aux États-Unis, où le marché anticipe encore des baisses de taux de la Fed et où le risque budgétaire nous semble plus élevé à court terme (coût de la guerre si elle dure plus longtemps que prévu, incertitude sur les tarifs et possibles cadeaux budgétaires avant les élections de mi-mandat). Cela dit, les taux américains retrouvent leur capacité à protéger contre les chocs négatifs.
Sud de la zone euro	Neutre	=	
Cœur Euro	Positif	++	
États-Unis	Neutre	+	
Indexé inflation	Neutre	=	

Crédit	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	- Les marges de crédit s'écartent de façon assez ordonnée depuis le début de la guerre en Iran, laissant le crédit légèrement positif depuis le début de l'année. Cela dit, les primes avaient commencé à s'écarter en février sous l'effet des inquiétudes liées à l'IA : l'annonce de hausses significatives des investissements et les risques de chocs sur certains secteurs, comme les logiciels ou les médias, posaient question. Au total, les primes de crédit sont au plus haut depuis l'annonce des tarifs réciproques et se situent en ligne avec leur niveau médian historique. - Les valorisations et le rendement total du crédit sont donc de nouveau attractifs dans un contexte de solidité des entreprises, du moins tant que le scénario macro reste solide. Elles n'envoient toutefois pas encore un signal clair d'achat dans un contexte d'incertitude très élevée à court terme, notamment sur le segment HY. Nous restons donc neutres, avec une préférence renforcée pour les financières européennes.
IG zone euro	Neutre	=	
Cross Over zone euro	Neutre	=	
HY zone euro	Négatif	=	
IG États-Unis	Neutre	=	

Devise et Matières premières	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	- Le dollar devrait rester soutenu à court terme et pourrait encore s'apprécier, la hausse des prix de l'énergie étant plus défavorable pour la zone euro que pour les États-Unis, tandis que le dollar reste une couverture face aux risques géopolitiques. Mais à trois mois, nous conservons un niveau cible de 1,17 dans notre scénario central de stabilisation sur le front géopolitique, ce qui permettrait une poursuite de la reprise en Europe. - Nous anticipons un pic des prix du pétrole à court terme, porté par la montée des tensions géopolitiques, les contraintes sur l'offre et l'élargissement de la prime de risque. Mais nous nous attendons à un repli des cours après quelques semaines, à mesure que l'incertitude recule et que les flux de pétrole se normalisent, avec un retour vers 70 dollars le baril à l'horizon de trois mois si les fondamentaux reprennent le dessus. - Nous prévoyons une stabilisation du prix de l'or à court terme, soutenue par la persistance des incertitudes géopolitiques et le maintien d'une prime de risque élevée, tout en anticipant une normalisation progressive des cours à moyen terme à mesure que les tensions s'atténuent.
EUR/USD	Neutre	=	
Pétrole brut	Négatif	-	
Or	Neutre	=	

Les informations sont données à titre purement indicatif et ne sauraient engager la responsabilité de LBP AM quant à leur caractère précis ou pérenne. Les informations communiquées reflètent l'opinion de LBP AM au jour de leur établissement en fonction du contexte économique et réglementaire du moment. Ce document ne constitue ni un avis juridique ni fiscal. Ce document n'est ni reproductible, ni transmissible, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de LBP AM, laquelle ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait être faite du document par un tiers.