

AVRIL 2026

RESTER CONSTRUCTIFS MALGRE LE BROUILLARD DE LA GUERRE

Cette lettre a été rédigée juste avant l'annonce d'un cessez-le-feu entre les États-Unis et l'Iran. Les risques extrêmes associés à cette crise ont probablement diminué. Mais les dynamiques économiques et les choix d'investissement décrits ici restent valides.

La guerre en Iran est venue percuter la dynamique économique et celle des marchés, qui étaient très bien orientées depuis le début de l'année. Avec la fermeture de fait du détroit d'Ormuz, elle a engendré le plus important choc d'offre d'énergie de l'histoire en mars. L'ampleur et la durée du choc restent incertaines et détermineront si le cycle économique est légèrement abîmé ou totalement chamboulé.

Bien sûr, la complexité de la situation au Moyen-Orient et les objectifs de guerre peu clairs des États-Unis rendent significatif le risque que le choc massif sur le pétrole et le gaz dure plusieurs mois. Dans ce cas, le cycle mondial serait remis en cause, avec une récession probable en Europe et une forte hausse de l'inflation des deux côtés de l'Atlantique. Les marchés baisseraient alors encore nettement, leur recul ayant été relativement limité depuis le début du conflit.

Mais nous pensons que le scénario le plus probable reste celui d'une désescalade dans les prochaines semaines, notamment en raison des coûts politiques et économiques croissants pour l'administration américaine à l'approche des élections de mi-mandat. Dans ce cas, un recul partiel mais relativement rapide des prix de l'énergie d'ici l'été laisserait place au retour du cycle économique positif qui prévalait avant la guerre, bien que dans une version un peu moins robuste.

La croissance ralentirait en milieu d'année, notamment en Europe et en Asie hors Chine, mais sans récession, puis on assisterait à une légère réaccélération vers la fin de l'année. L'inflation augmenterait nettement dans les prochains mois mais resterait loin des niveaux de 2021-2023. Elle reviendrait proche des scénarios pré-guerre d'ici l'année prochaine.

Dans ce scénario, les banques centrales adopteraient une posture plutôt attentiste cette année, la Fed maintenant ses taux stables et la BCE ne procédant qu'à une seule hausse, portant ses taux à 2,25 %. Des politiques monétaires neutres, combinées aux soutiens budgétaires (en Allemagne, aux États-Unis, au Japon, voire en Chine), constitueraient une toile de fond globalement favorable pour les marchés.

Ainsi, malgré le brouillard de la guerre, notre scénario central reste relativement constructif pour les marchés au-delà du très court terme.

La résolution du conflit, en dépit des incertitudes qui pourraient persister à très court terme, devrait permettre de soutenir un rebond notable des actions, corrigeant nettement la baisse provoquée par le choc énergétique actuel. Nous pensons que la correction des valorisations des actions américaines au cours de la période récente devrait leur permettre de bénéficier relativement plus de la normalisation du cycle économique. Nous avons aussi une vue relativement plus positive sur les valeurs chinoises, reflétant la plus grande résilience de l'économie chinoise au choc. Tout en étant constructifs sur l'Europe, la performance des indices pourrait s'avérer moins marquée.

Sur le marché obligataire, nous pensons que la hausse des taux souverains, notamment sur les maturités les plus courtes, est trop exagérée, justifiant une surexposition à la classe d'actif.

Le crédit européen a relativement moins souffert devant le choc, ce qui nous pousse à une certaine neutralité en privilégiant toujours le crédit de qualité et en étant très sélectifs sur le High Yield (HY).



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



Xavier CHAPARD,
Stratégiste
xavier.chopard@lbpam.com

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale réaccélérait bien début 2026 après avoir résisté aux chocs protectionnistes américains en 2025. L'activité aux États-Unis et en Chine rebondissait après avoir ralenti en fin d'année dernière, et la reprise en Europe se confirmait. La croissance mondiale devrait donc être solide au T1, malgré la guerre en Iran débutée en mars. Dans le même temps, les pressions inflationnistes étaient quasiment normalisées en Europe. Elles restaient légèrement élevées aux États-Unis, en raison de la poursuite de la transmission des hausses de droits de douane de l'an dernier, mais sans excès (autour de 3 %).

C'est dans ce contexte que le plus important choc d'offre énergétique de l'histoire, provoqué par la fermeture de fait du détroit d'Ormuz, est venu frapper l'économie mondiale, détériorant ainsi un scénario économique initialement porteur.

L'impact de ce choc est stagflationniste pour l'ensemble des principales économies, bien qu'avec une intensité variable selon les régions. Le choc déjà subi implique une hausse d'environ 1 point de l'inflation à très court terme des deux côtés de l'Atlantique, ainsi qu'un ralentissement de la croissance en milieu d'année. Ce ralentissement devrait être plus marqué en Asie hors Chine et en Europe qu'aux États-Unis.

L'ampleur et la durée du choc restent incertaines et détermineront si le cycle économique est simplement dégradé ou profondément bouleversé.

Le risque d'un scénario négatif est significatif (35% selon nous). Si les prix du pétrole venaient à augmenter fortement (au-delà de 125 dollars le baril) et surtout pendant plusieurs mois (prolongement du blocage du détroit d'Ormuz, destruction de capacité de production ou d'exportation au Moyen-Orient), le choc stagflationniste deviendrait suffisamment important pour provoquer un ralentissement brutal de l'économie mondiale, en particulier en Europe et en Asie, et faire repasser l'inflation au-delà de 4 %. Cela contraindrait alors les banques centrales à adopter une posture plus restrictive (hors Fed).

Toutefois, nous estimons que le scénario central reste celui d'une désescalade dans les prochaines semaines, permettant un recul partiel mais relativement rapide des prix de l'énergie d'ici l'été. Ce scénario demeurerait globalement positif à moyen terme, bien que légèrement moins favorable qu'avant le début du conflit.

En effet, plusieurs facteurs plaident en faveur d'une résilience du cycle : la dynamique pré-choc, les soutiens budgétaires dans les principales économies (États-Unis, Allemagne, Japon, voire Chine), la diminution des risques liés à la politique commerciale américaine depuis la décision de la Cour suprême en février, ainsi que la poursuite du boom de l'investissement lié aux technologies.

Si le choc énergétique reste contenu et que les conditions financières ne se durcissent pas de manière significative, nous pensons que l'économie mondiale résistera à la mi-2026, avant de réaccélérer légèrement à l'approche de la fin de l'année. L'inflation commencerait à refluer à partir de l'été et se rapprocherait des scénarios d'avant-guerre l'année prochaine.

Ce scénario pousserait la Fed à maintenir ses taux inchangés cette année, mais toujours avec un biais légèrement baissier pour l'année prochaine. La BCE procéderait à une dernière hausse de taux avant l'été afin de préserver sa crédibilité anti-inflationniste, avant de s'arrêter à un niveau proche du taux neutre, autour de 2,25 %.

Marchés

Bien sûr, l'incertitude quant à l'ampleur et à la durée du choc énergétique incite à une certaine prudence à très court terme. Surtout que la correction des actifs risqués depuis le début du conflit a été raisonnable grâce aux anticipations de recule de l'administration américaine. Or, ce recul probable pourrait être plus compliqué avec l'Iran qu'avec les droits de douanes et les autres menaces du président américain.

Cela dit, nous restons positifs à moyen terme. Les valorisations des actions se sont un peu détendues après la récente baisse des marchés, en particulier aux États-Unis, alors que la croissance des profits devrait résister dans notre scénario central, même en Europe.

Côté obligataire, nous estimons que les obligations souveraines sont intéressantes. 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 l'incertitude réaugmente 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	Positif	+
Crédit	Neutre	+
Monétaire	Neutre	-

Force est de constater que la guerre s'est installée plus longtemps que prévu et que son impact va s'inscrire dans la durée, avec davantage d'inflation et un moindre rythme de croissance. Dans ce contexte, les États-Unis devraient relativement mieux résister. Nous maintenons comme scénario central l'hypothèse d'une réouverture suffisamment rapide du détroit d'Ormuz, permettant d'éviter une récession liée aux prix de l'énergie, et considérons que les niveaux actuels de marché offrent donc des points d'entrée intéressants sur un horizon de trois mois.

Nous conservons une préférence pour les actions et les taux souverains, notamment en raison de leur forte liquidité, par rapport aux obligations de crédit, dont les rendements attendus demeurent néanmoins attractifs. Nous revenons d'ailleurs à la neutralité sur cette dernière classe d'actifs ; nos investissements sur l'horizon de trois mois se feront au détriment des placements monétaires.

Actions	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	
Zone euro	Positif	=	<ul style="list-style-type: none"> Le choc de la guerre avec l'Iran a été fort pour les indices qui avaient bien performé depuis le début de l'année, notamment sur certains émergents (Corée) et sur les marchés européens. Au-delà du choc initial, nous avons observé une convergence entre ces indices et les indices moins exposés, notamment la Chine (du fait de stocks de pétrole élevés et de PMIs dynamiques) et les États-Unis. Dans un scénario central de baisse des tensions dans les semaines et mois à venir, les actifs actions devraient en être très bénéficiaires. Nous réitérons donc notre vue constructive sur les États-Unis et sur la Chine, et dans une moindre mesure sur les indices européens. Nous avons en effet abaissé nos attentes de croissance du PIB de la zone du fait du surcoût énergétique actuel. Les États-Unis sont particulièrement attractifs avec une bonne dynamique économique, un éloignement de la zone à risque et surtout une valorisation redevenue très plus raisonnable. Le marché que nous laissons de côté reste le Japon avec un RoE toujours à la peine et une valorisation toujours trop riche face aux autres marchés développés.
Europe hors Euro	Positif	=	
Reste Europe	Positif	=	
États-Unis	Positif	=	
Japon	Neutre	=	
Chine	Positif	=	
Marchés émergents	Positif	=	
Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle	
Convertibles	Positif	=	<ul style="list-style-type: none"> Les obligations convertibles corrigent logiquement en mars dans le sillage des marchés actions, des taux et du crédit. Mais leur convexité a fonctionné en atténuant la baisse des autres classes d'actifs. Nous pensons qu'elles vont encore bénéficier de leur comportement asymétrique en période de fortes incertitudes. D'autant que les paramètres de valorisation sont raisonnables et que le marché primaire est dynamique (diversifié et de bonne qualité IG).

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Sud de la zone euro	Positif	+
Cœur Euro	Positif	=
États-Unis	Positif	+
Indexé inflation	Neutre	=

- Dans le cadre de notre scénario central, qui prend en compte une détente des risques géopolitiques et énergétiques à un horizon de 3 mois, nous estimons que les taux devraient corriger une partie de la hausse de ces dernières semaines avec la baisse du risque inflationniste et de resserrement monétaire abrupt, sans pour autant revenir aux niveaux initiaux.
- En effet, nous n'excluons pas une hausse préventive de la BCE, mais moins forte que prévue par les marchés, et avons retiré toute détente supplémentaire de la Fed en 2026. Par ailleurs, les risques budgétaires, liés aux pressions sur les dépenses militaires ou encore aux boucliers énergétiques, devraient accroître les primes de terme en zone euro comme aux États-Unis. D'autant que les recettes des taxes douanières sont moins élevées qu'anticipées.
- La volatilité devrait également baisser et permettre une certaine décompression des primes de risque des dettes des pays du Sud de l'Europe. Enfin, les anticipations d'inflation devraient logiquement se détendre sur le court terme mais les anticipations de long terme sont restées raisonnables.

Crédit	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
IG zone euro	Neutre	=
Cross Over zone euro	Neutre	=
HY zone euro	Neutre	+
IG États-Unis	Neutre	=

- Les tensions du mois de février (IA, crédit privé américain) ont laissé place à celles sur la guerre en Iran. Si nous estimons que cette dernière ne devrait pas durer trop longtemps, elle va tout de même abîmer la trajectoire économique positive qui existait auparavant.
- Couplé à des banques centrales qui devraient resserrer leurs politiques monétaires, nous estimons que l'écartement de spread observé depuis fin février devrait laisser place à un léger resserrement, sans pour autant revenir aux points bas du début d'année. De plus, si les rendements offerts en absolu sont élevés et qu'ils attireront à nouveau des flux entrants, ils devraient tout de même être en partie compensés par un marché primaire qui va se réactiver fortement.
- Enfin, nous continuons de privilégier l'IG notamment au vu des problématiques qui devraient revenir sur le devant de l'actualité sur le segment HY : crédit privé et investissements dans l'IA. Cela pourrait pousser à la décompression au sein du HY (entre le BB et le simple B).

Devise et Matières premières	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
EUR/USD	Neutre	=
Pétrole brut	Négatif	=
Or	Neutre	=

- La hausse du dollar a été assez limitée vu la taille du choc géopolitique et énergétique, de telle sorte qu'il pourrait rester soutenu à court terme même en cas de scénario favorable sur l'énergie. La croissance sera plus affectée par le choc déjà enregistré, et les anticipations de hausse de taux de la BCE devraient être davantage remises en cause que les anticipations de patience de la Fed. A 3 mois, nous abaïssons notre cible à 1,15 dans notre scénario central.
- La persistance des tensions en Iran et l'absence de solution immédiate entretiennent un Brent au-dessus de 100 \$/b, mais Donald Trump ne semble pas disposé à laisser le conflit s'installer dans la durée. Avec une décreue progressive des tensions au Moyen-Orient, nous anticipons un repli des prix du pétrole à moyen terme, vers 80 \$/b à un horizon de 3 mois.
- Bien que l'aversion au risque se soit intensifiée avec les tensions géopolitiques, le cours de l'or a nettement reculé sous l'effet des anticipations de resserrement monétaire nourries par les craintes inflationnistes. Le niveau désormais atteint devrait favoriser une stabilisation du métal jaune.

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.