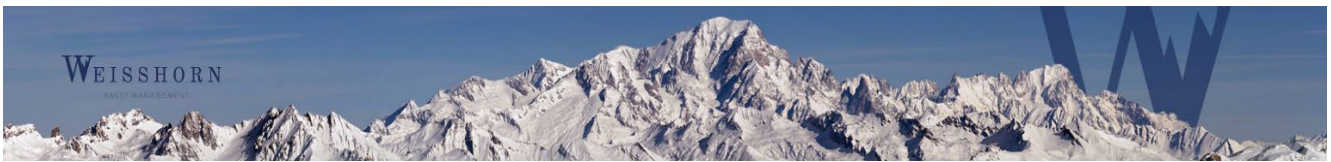




### La peur dans le détroit

Le 18 mars, le ministre des Affaires étrangères de Singapour, Lawrence Wong, l'a dit sans détour lors d'une récente conférence de presse : la Pax Americana, qui a garanti la stabilité mondiale pendant huit décennies, est bel et bien révolue. Les États-Unis sont devenus, selon ses propres termes, une puissance révisionniste, un perturbateur des normes et des institutions mêmes qu'ils défendaient autrefois. Comme l'a déclaré Mark Carney à Davos, l'heure est à la realpolitik ; les Européens doivent comprendre que ce n'est pas le moment d'être idéalistes. Nous assistons à l'expression la plus claire à ce jour du bouleversement qui redessine actuellement l'ordre mondial : un monde multipolaire où il n'y a pas d'amis permanents, seulement des intérêts. Une fois de plus, pour les investisseurs, les implications sont profondes et perdureront au-delà du conflit actuel.

La guerre entre les États-Unis, Israël et l'Iran entre désormais dans sa cinquième semaine sans qu'une issue ne se profile. Les marchés prédictifs n'accordent qu'une probabilité de 34 % à une réouverture complète du détroit d'Ormuz d'ici fin avril, et une probabilité de 60 % à une intervention militaire américaine en Iran d'ici juin. Ce n'est pas de bon augure. Le conflit a déjà provoqué un choc énergétique qui éclipse tout ce que l'on a pu observer ces dernières décennies. Environ 20 % de l'approvisionnement mondial en pétrole transite par le détroit, et les fermetures effectives ont retiré environ 15 millions de barils par jour des marchés disponibles, soit environ 15 (quinze, oui) fois la perturbation causée par la guerre entre la Russie et l'Ukraine, qui à elle seule avait fait grimper le Brent à 120 dollars. L'oléoduc est-ouest de l'Arabie saoudite offre un contournement partiel (capacité de 7 millions de barils par jour), et les libérations de réserves de l'AIE peuvent fournir jusqu'à 2 millions de barils par jour, mais le bilan reste profondément défavorable. Selon de nombreux observateurs, la plupart des traders paniquent face à la situation et s'attendent à des prix du pétrole bien plus élevés dans les semaines à venir.



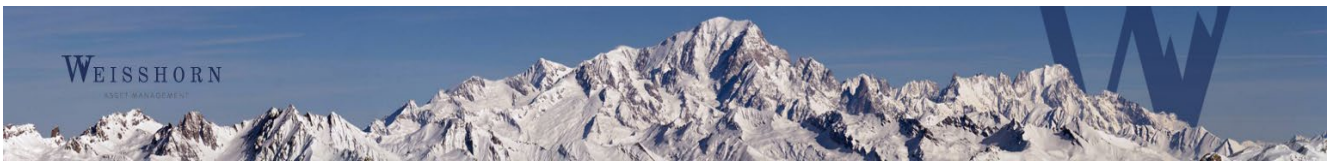
Le détroit n'a pas été fermé de manière aussi hermétique que le suggère le scénario le plus pessimiste. Les données de Windward indiquent que l'Iran a autorisé de manière sélective le transit sur autorisation pour les nations amies, notamment la Chine.

Cette ouverture partielle sert les intérêts de l'Iran : elle lui permet de conserver son pouvoir de négociation, de préserver ses relations avec ses principaux partenaires commerciaux (la Chine représente la majeure partie des achats de pétrole iranien et, surtout, fournit pratiquement tous les produits manufacturés qui font de l'Iran un État industriel moderne), et d'éviter la coalition mondiale totale qu'un blocus absolu susciterait. En ce qui concerne une invasion terrestre de certaines régions ou îles iraniennes, le podcast Geopolitical Cousins l'a bien résumé : l'Iran ressemble aujourd'hui à Kevin dans Maman, j'ai raté l'avion, posant patiemment des pièges tandis que les États-Unis arrivent avec 8 000 marines, là où Schwarzkopf avait autrefois besoin de 750 000 hommes.

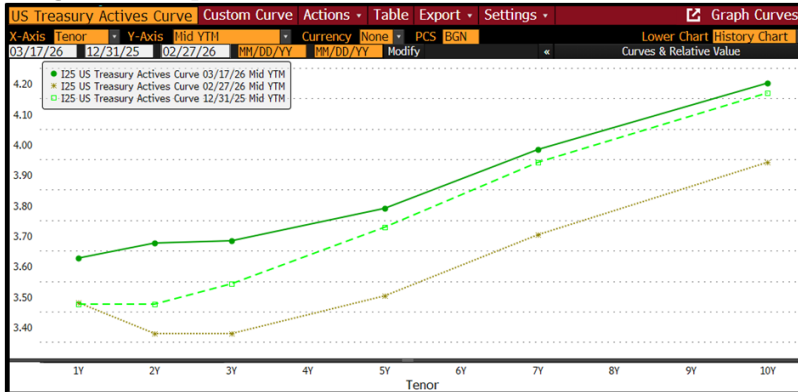
Comme le soulignent certains experts, deux scénarios dominent les perspectives. Dans le scénario de base, les deux parties sont confrontées à des contraintes contraignantes ; l'Iran ne peut se permettre de pousser la Chine et l'Inde dans les bras d'une coalition menée par les États-Unis, tandis que les États-Unis ne peuvent soutenir une perturbation illimitée des chaînes d'approvisionnement mondiales sans déclencher une récession dont ils seraient responsables. Un équilibre tacite émerge naturellement, peut-être d'ici les deux prochaines semaines : pas de cessez-le-feu officiel, mais un recentrage progressif des frappes loin des infrastructures économiques critiques, avec une expansion discrète et sélective des transits par le détroit d'Ormuz. Dans le scénario défavorable, le conflit s'intensifie, les infrastructures énergétiques de l'Arabie saoudite, du Qatar et des Émirats arabes unis sont directement attaquées, les Houthis reviennent dans le conflit, et nous vivons ce qu'un gestionnaire de fonds a décrit sans détour comme un événement d'extinction de niveau pandémique pour l'activité commerciale, sauf que celui-ci implique des pénuries physiques de molécules qui ne peuvent être résolues en désignant des travailleurs essentiels (comme les gouvernements l'ont fait pendant la crise du Covid). Chaque jour qui passe sans qu'une solution ne se profile fera chuter les marchés jusqu'à ce que nous atteignons le point de déclenchement de la panique totale.

### **Le marché obligataire s'exprime**

Comme souvent, le marché obligataire exprime ce que les marchés boursiers n'ont pas encore intégré. Aux États-Unis, l'ensemble de la courbe des taux s'est déplacée d'environ 30 points de base à la hausse depuis le début de la guerre, les bons du Trésor à 10 ans approchant les 4,5 %, un niveau qui menace une économie américaine déjà en ralentissement.



## Évolution des courbes de rendement américaines depuis le début de l'année et au 28 février S Le marché obligataire s'exprime



En Europe, les courbes de rendement de l'UE ont connu une pentification baissière, toutes les échéances offrant désormais un rendement supérieur à celui du début de l'année, ce qui constitue une réévaluation structurelle et non un simple accident de parcours. Les écarts de rendement entre les obligations souveraines européennes se sont creusés, et les rendements à 10 ans

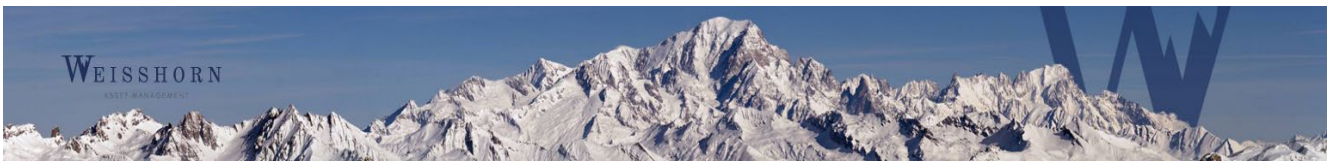
ont atteint leurs plus hauts niveaux depuis dix ans. Les rendements des gilts britanniques reflètent une situation similaire. Il ne s'agit pas de mouvements techniques ; ils traduisent un véritable réancrage des anticipations d'inflation. Le coût du capital explose.

La dynamique inflationniste est plus complexe que la simple évolution des prix de l'essence. Depuis début mars, les intrants agricoles, notamment les prix de l'urée, ont augmenté de 65 à 70 %, ce qui se répercutera sur les coûts alimentaires au cours des prochains trimestres. Les tarifs de fret ont quadruplé sur certaines liaisons. Les intrants pétrochimiques entrent dans la fabrication des vêtements, des chaussures et des emballages. Le Qatar représentait environ 17 % de l'approvisionnement européen en GNL ; les répercussions sur les infrastructures gazières se mesureront en années plutôt qu'en mois. L'analyse du scénario le plus pessimiste de la BCE a mis en évidence une trajectoire de choc sévère où l'inflation sous-jacente atteindrait un pic proche de 4 % en 2027.

L'enquête de la BofA auprès des gestionnaires de fonds pour le mois de mars est sans ambiguïté : 45 % des répondants s'attendent désormais à une hausse de l'IPC mondial au cours des 12 prochains mois, contre 9 % seulement un mois plus tôt, ce qui représente la plus forte hausse mensuelle de l'histoire de l'enquête.

La Fed est prise au piège. Les anticipations de baisse des taux pour 2026 se sont pratiquement évaporées. Kevin Warsh, qui prendra la présidence de la Fed en mai et dont on attendait largement qu'il opère un pivot accommodant, est désormais confronté à une trajectoire d'inflation qui rend tout assouplissement immédiat politiquement et techniquement impossible. Le rendement des bons du Trésor américain à 2 ans a augmenté de 60 points de base (oui, 0,6 % !) au cours des trois dernières semaines, et la dernière adjudication à 2 ans a enregistré le ratio de couverture le plus faible depuis la crise de la SVB. Le taux hypothécaire à 30 ans est à nouveau en hausse ; il était légèrement inférieur à 6 % avant la guerre, et il avoisine désormais les 6,4 %.

En Europe, les anticipations du marché sont allées encore plus loin : trois hausses de taux de la BCE sont déjà anticipées pour 2026, et d'autres devraient suivre prochainement. Lagarde elle-même a laissé entrevoir cette trajectoire. Les banques centrales sont prises entre une flambée de l'inflation qu'elles ne peuvent ignorer et un choc de la demande qu'elles ne peuvent pas encore entièrement compenser. Le risque d'erreur de politique monétaire est aussi élevé qu'il ne l'a jamais été depuis les années 1970. Si la guerre ne s'arrête pas, les banques centrales devront relever les taux jusqu'à provoquer une récession.

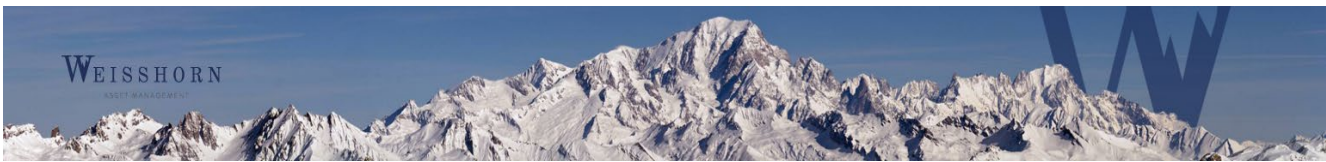


## Les spreads des obligations d'entreprises se sont élargis, mais restent contenus, pour l'instant

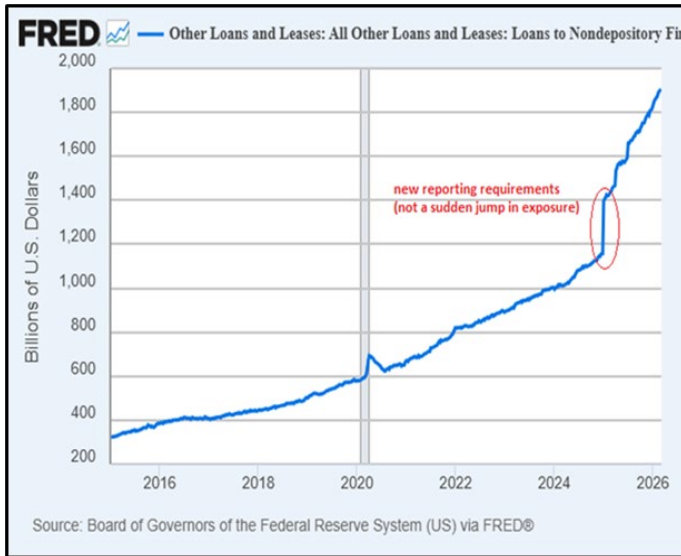
L'une des caractéristiques les plus contre-intuitives de cet environnement de marché est le calme relatif des spreads de crédit. Les spreads des obligations américaines de qualité « investment grade » et à haut rendement se sont élargis, mais pas à des niveaux compatibles avec un scénario de récession imminente. Les spreads OAS des obligations à haut rendement européennes et des marchés émergents reflètent une situation similaire : des fluctuations, mais pas de dislocation. Les CDS bancaires restent proches de leurs plus bas historiques. Le marché du crédit, tout simplement, ne reflète pas ce que reflète le marché physique des matières premières.

Le point de tension qui mérite le plus d'attention est celui du crédit privé. Pour le huitième mois consécutif, l'enquête de la BofA auprès des gestionnaires de fonds identifie le capital-investissement et le crédit privé comme les sources les plus susceptibles de provoquer un événement de crédit systémique, 63 % des personnes interrogées les ayant cités en mars. Les sociétés de développement commercial (BDC) cotées en bourse se négocient avec une décote d'environ 27 % par rapport à leur valeur liquidative à la mi-mars, ce qui reflète la réelle inquiétude des investisseurs quant à la qualité sous-jacente des prêts dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de ralentissement de la croissance économique. Les fonds de crédit privé se négocient à leur valeur liquidative, mais à mesure que les demandes de rachat s'accumulent, les gestionnaires de fonds ne parviennent pas à répondre à la demande. Les gestionnaires de fonds sont donc contraints d'imposer des restrictions aux investisseurs. Il s'agit d'une procédure normale ; ce qui est toutefois quelque peu alarmant, c'est que de plus en plus de fonds recourent à ces restrictions. Les rachats en pourcentage de la valeur liquidative de début de trimestre dans le secteur des BDC non cotées ont presque triplé par rapport au trimestre précédent. Le gel des rachats est un mécanisme susceptible d'amplifier les tensions dans un scénario de ventes forcées. Une fois encore, la source de ces tensions réside dans le fait que les éditeurs de logiciels d'entreprise constituent un secteur privilégié par les prêteurs privés depuis 2020, représentant environ 17 % des investissements des BDC en nombre de transactions, selon PitchBook, juste derrière les services commerciaux. Alors que l'IA générative « banalise » le codage et le développement de logiciels, les craintes se sont intensifiées quant à l'érosion de la valeur d'entreprise de ces emprunteurs SaaS, les rendant incapables de rembourser les dettes colossales qu'ils ont accumulées pendant les années de taux bas. Si cela s'avère vrai, les taux de défaut dans le secteur vont monter en flèche.

En Europe, les prévisions de croissance économique ont été légèrement revues à la hausse. Les ménages ont accumulé de l'épargne et sont en bonne santé financière, ce qui constitue une réserve pour la consommation. De plus, l'Europe et l'Allemagne disposent de programmes de dépenses en infrastructures et en défense qui devraient soutenir la croissance. Par conséquent, les prévisions des économistes semblent trop prudentes.



## Prêts du système bancaire américain aux NDFI



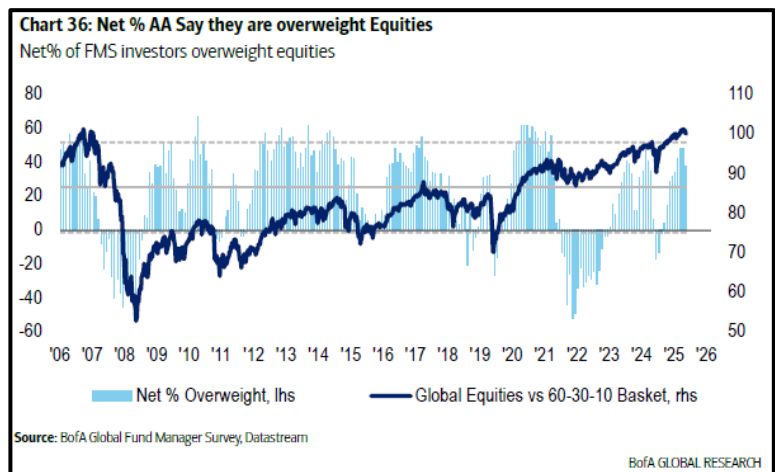
Au niveau systémique, toutefois, la situation reste gérable. Le total des prêts des banques américaines aux institutions financières non dépositaires (NDFI) a atteint environ 1 900 milliards de dollars, ce qui représente environ 7 % du total des actifs bancaires, qui s'élève à 24 500 milliards de dollars. Les quatre grandes banques américaines détiennent entre 4 et 10 % de leurs actifs sous forme d'exposition aux NDFI ; les banques suprarégionales un peu plus. Il est essentiel de noter que les banques détiennent désormais environ 32 % de leurs actifs dans des instruments nominalement sans risque, un niveau proche d'un record historique. Nous ne

sommes pas en 2008. Les ratios de levier, les réserves de fonds propres et la transparence sont bien meilleurs. La tension est réelle, mais la voie de contagion vers un événement systémique nécessite que plusieurs autres dominos tombent. Il faut toutefois s'attendre à un élargissement des spreads si la crise du détroit d'Ormuz se poursuit. Ce n'est pas le bon moment pour que cette crise de confiance éclate.

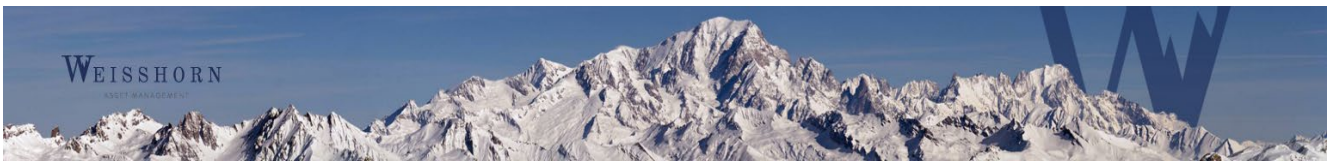
## Marchés boursiers : une correction sans capitulation

Mars a été un mois terrible pour les investisseurs en actions. Le S&P 500 est passé sous sa moyenne mobile à 200 jours, tandis que les marchés européens ont connu une correction plus marquée après une longue tendance haussière. L'allocation en actions de BofA FMS est tombée à une surpondération nette de 37 % contre 48 %, l'indice de confiance global chutant à son plus bas niveau en six mois (5,6), bien qu'il reste nettement supérieur au creux de 1,8 atteint lors du Jour de la Libération en avril 2025. Il est essentiel de noter que le positionnement est loin des niveaux extrêmement baissiers enregistrés lors des précédents creux majeurs (COVID, Russie-Ukraine, crise financière mondiale), ce qui signifie que la marge de manœuvre pour une réduction supplémentaire du risque est importante si les conditions macroéconomiques se détériorent.

### BofA FMS : % déclarant une surpondération des actions



La caractéristique la plus frappante des marchés boursiers à l'heure actuelle est l'absence de révisions des bénéfices. Le consensus FactSet table toujours sur une croissance des bénéfices de 16 % pour le S&P 500



en 2026, ce qui implique que les investisseurs parient soit sur une résolution rapide du conflit, soit qu'ils ont du retard dans la prise en compte de l'impact structurel d'une perturbation de l'offre de 15 millions de barils par jour. Le ratio cours/bénéfice prévisionnel sur 12 mois s'est ramené à 20,3x, en baisse de 2,8 points par rapport à son plus haut, ce qui le place techniquement en territoire de correction, mais reste historiquement élevé compte tenu de l'environnement macroéconomique. Des révisions de bénéfices sont à venir ; la question est de savoir quand.

Selon les secteurs, l'impact est profondément asymétrique. Les industries les plus exposées à une fermeture prolongée du détroit d'Ormuz sont les compagnies aériennes, les compagnies de croisière, les biens de

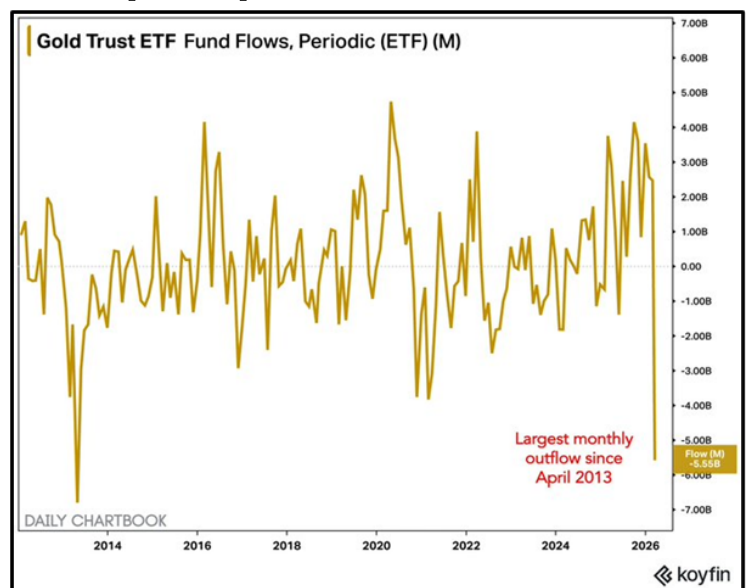


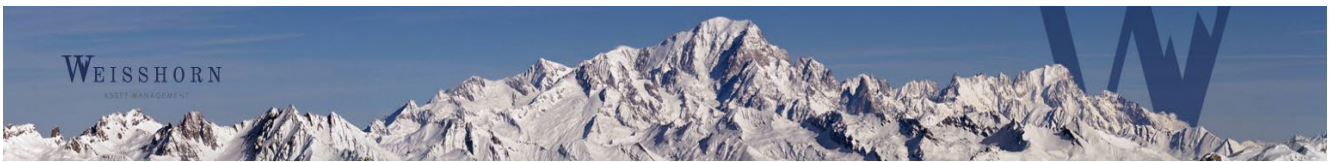
consommation discrétionnaire et les fabricants dépendants de la pétrochimie, précisément les segments déjà confrontés à une pression sur le coût de la vie. Dans le même temps, la hausse des taux, le taux à 10 ans approchant désormais les 4,5 % aux États-Unis, constitue un frein direct pour les actifs à longue durée : les entreprises technologiques et logicielles à forte croissance dont les flux de trésorerie sont lointains.

Les investisseurs expérimentés ne doivent pas l'oublier : la confiance pavlovienne dans l'intervention des banques centrales, l'hypothèse selon laquelle toute baisse significative déclenchera un soutien de la politique monétaire, est un ancrage dangereux. Il en va de même pour la politique budgétaire, déjà poussée à ses limites. Un environnement chaotique est possible, car l'aléa moral ne viendra pas à la rescousse. Dans le contexte actuel de stagflation, baisser les taux aggrave l'inflation ; les relever détruit la demande. *Il n'y a pas de sortie propre.*

### L'or est toujours en phase de consolidation après sa hausse parabolique

Le comportement de l'or depuis le début des hostilités a déconcerté de nombreux observateurs. Plutôt que de s'envoler sous l'effet de la demande de valeur refuge, le métal précieux a brièvement frôlé sa moyenne mobile sur 200 jours à la mi-mars, enregistrant la plus forte sortie mensuelle de l'ETF GLD depuis avril 2013. L'explication est simple : l'or avait déjà progressé de plus de 60 % en dollars américains en 2025, atteignant une trajectoire parabolique bien avant les événements du détroit d'Ormuz. Lorsque la réduction forcée des risques a commencé, il est devenu la source de liquidités la plus accessible pour les hedge





funds et les investisseurs institutionnels cherchant à faire face aux rachats et aux appels de marge. La même dynamique s'est produite en mars 2020. Quelques banques centrales de la région du Golfe auraient été contraintes de vendre, tout comme la banque centrale turque, qui a cédé 50 tonnes de ses réserves internationales en mars pour soutenir sa monnaie.

La phase de consolidation n'est peut-être pas terminée, mais Yardeni, à l'instar d'autres optimistes sur l'or, maintient son objectif de cours à long terme de 10 000 dollars l'once d'ici la fin de la décennie. Les facteurs structurels restent bien en place : la dépréciation du dollar, l'accumulation par les banques centrales (en particulier celles des marchés émergents qui se diversifient au détriment des bons du Trésor américain), les pressions inflationnistes et la perte de confiance dans les actifs papier. Le contexte actuel, marqué par la stagflation, des risques géopolitiques élevés et une détérioration budgétaire, constitue historiquement le cadre le plus favorable pour l'or. La correction est une opportunité de se positionner progressivement, et non un signal de sortie.

### Le pétrole à 200 USD ?

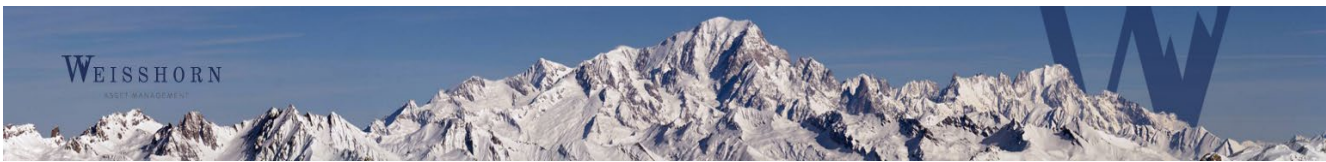
Le Brent oscille autour de la barre des 100 dollars depuis le début du conflit, un niveau qui, à première vue, semble modeste compte tenu de l'ampleur de la perturbation de l'approvisionnement. L'écart entre le WTI et le Brent s'est creusé pour atteindre son plus haut niveau depuis dix ans, reflétant le simple fait que le brut américain ne transite pas par le détroit d'Ormuz. Les États-Unis sont protégés ; le reste du monde ne l'est pas.

Dans le scénario de résolution, un cessez-le-feu tacite d'ici deux à quatre semaines, une réouverture progressive d'Ormuz, avec, peut-être, l'Iran prélevant une taxe de transit de l'ordre de 1 à 2 millions de dollars par navire (100 à 200 millions de dollars par jour, ce qui équivaut à peu près à une surtaxe de 1 dollar par baril en cas de trafic normal), le pétrole revient vers 75-80 dollars, ce qui correspond aux prévisions de prix moyen pondéré de la BofA FMS pour fin 2026 (76 dollars/baril).

### Écart de prix entre le WTI et le Brent



Dans le scénario d'escalade, avec des attaques des Houthis contre l'oléoduc est-ouest saoudien, des attaques contre les infrastructures de dessalement du Golfe et une entrée involontaire de l'Arabie saoudite dans le conflit, le prix du pétrole pourrait flamber bien au-delà de 120 dollars pour atteindre la barre des 200 dollars, et s'y maintenir pendant une longue période, avec des répercussions de deuxième et troisième ordre sur les plastiques, les engrais, le fret et les semi-conducteurs qui ne pourront être résolues à court terme. Les économistes spécialisés dans les marchés physiques qui négocient l'énergie pour gagner leur vie sont, de leur propre aveu, plus pessimistes que jamais.



La mi-avril est la période critique : le stockage flottant, les ventes de pétrole sous sanction et les prélèvements sur les réserves offrent une couverture jusqu'à cette date, mais guère au-delà.

### Pas un refuge sûr

Le comportement du dollar pendant cette crise a été plus modéré que ce à quoi on pourrait s'attendre dans un épisode classique de fuite vers la sécurité. L'EUR/USD a évolué latéralement ; le real brésilien a à peine bougé face au dollar américain ; le yen est resté dans une fourchette étroite.

La relative résilience du dollar reflète une attitude attendiste du marché : le conflit est géographiquement concentré dans une région où les contrats énergétiques libellés en dollars et l'engagement militaire soutiennent traditionnellement le billet vert. Mais le thème « Sell America », qui s'est amplifié depuis le Jour de la Libération 2025 sur les bons du Trésor, les actions et la devise elle-même, n'a pas disparu. Une fois que le conflit se sera apaisé,

### L'indice du dollar (DXY) à peine plus fort

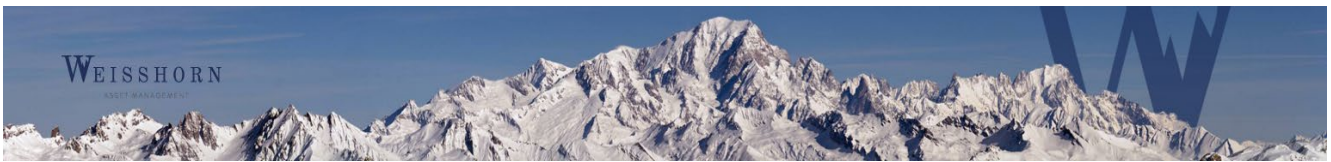


la suppression de la prime de refuge, combinée à l'excédent structurel des déficits budgétaires américains et à une Warsh potentiellement accommodante à la Fed, laisse présager une faiblesse significative du dollar. Nous prévoyons que l'USD/CHF baissera sensiblement et que l'EUR/USD augmentera une fois que la situation se sera stabilisée.

### Il est encore trop tôt pour prendre des risques

Le contexte actuel ne récompense pas l'agressivité. Les marchés actions ont corrigé, mais n'ont pas capitulé: les prévisions de bénéfices restent héroïquement optimistes, les positions sont encore loin d'être pleinement baissières, et le crédit n'a pas encore intégré une récession. Prendre plus de risque sur un marché où le choc des matières premières physiques n'a pas encore été pleinement répercuté dans les modèles de bénéfices, et où le calendrier de résolution est véritablement incertain, relève de la patience, et non d'une opportunité. Si le conflit ne se résout pas dans les 10 à 15 prochains jours, les conséquences passeront d'une correction de marché à une véritable perturbation économique : les industries qui dépendent des dérivés du pétrole commenceront à réduire leur production. Les banques centrales, prises en étau entre inflation et récession, seront incapables de fournir le filet de sécurité classique auquel les marchés boursiers ont été conditionnés à s'attendre au cours des 15 dernières années.

Les gouvernements, confrontés à des déficits élevés, disposeront d'une marge de manœuvre budgétaire limitée pour compenser. Dans ce scénario, le risque de baisse est nettement plus important que ne le laissent entendre les cours actuels du marché. Il s'agit d'un scénario peu probable, mais présentant un potentiel de baisse significatif.



Nous conservons une position prudente : les matières premières restent une allocation importante ; la consolidation de l'or est une pause au sein d'un marché haussier ; les obligations doivent être abordées avec prudence, compte tenu de la réévaluation en cours liée à l'inflation ; et les actions nécessitent une discipline sectorielle, privilégiant l'énergie, la santé, les bénéficiaires de qualité et les titres répercutant l'inflation, plutôt qu'une exposition à l'ensemble des indices. La volatilité restera élevée jusqu'à ce que la crise du détroit d'Ormuz soit terminée.

**Legal Notice:**

*These documents are intended exclusively for clients of Weisshorn Asset Management who have signed a management mandate and have expressed their wish to receive such information and documents (such as financial analyses, research notes, market reports and commentaries and/or factsheets). These documents may not be communicated to third parties. The information and opinions (including positions) they contain are for information purposes only and may not be considered as a solicitation, offer or recommendation to sell or buy securities, to influence a transaction or to enter into any contractual relationship. In particular, no information, document or opinion (including positioning) indicated on this Web site concerning services or products may constitute or be considered as an offer or solicitation to sell or buy securities or any other financial instrument in any jurisdiction where such offer or solicitation is prohibited by law or where the person making the offer or solicitation does not possess a license or regulatory authorization to do so or where any offer or solicitation contravenes local regulations. Any such prohibited offer or solicitation will be considered null and void, and Weisshorn Asset Management will disregard any communication received in this regard. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of current or future performance, and no representation or warranty, expressed or implied, is made regarding future performance. Clients are advised to seek professional advice to assess the opportunities and risks associated with any financial operation before committing to any investment or transaction.*