

Les trois portes d'Ormuz

Le monde est entré dans la 9e semaine du conflit avec l'Iran, et malgré tout le bruit et les « vérités présidentielles » sur son réseau social, le détroit d'Ormuz reste « plus ou moins » fermé. Selon BCA, le nombre de navires traversant le détroit est inférieur à 10 % de ce qu'il était avant la guerre. Il est temps d'envisager des scénarios. Comme souligné la semaine dernière, il existe un risque asymétrique pour l'économie mondiale

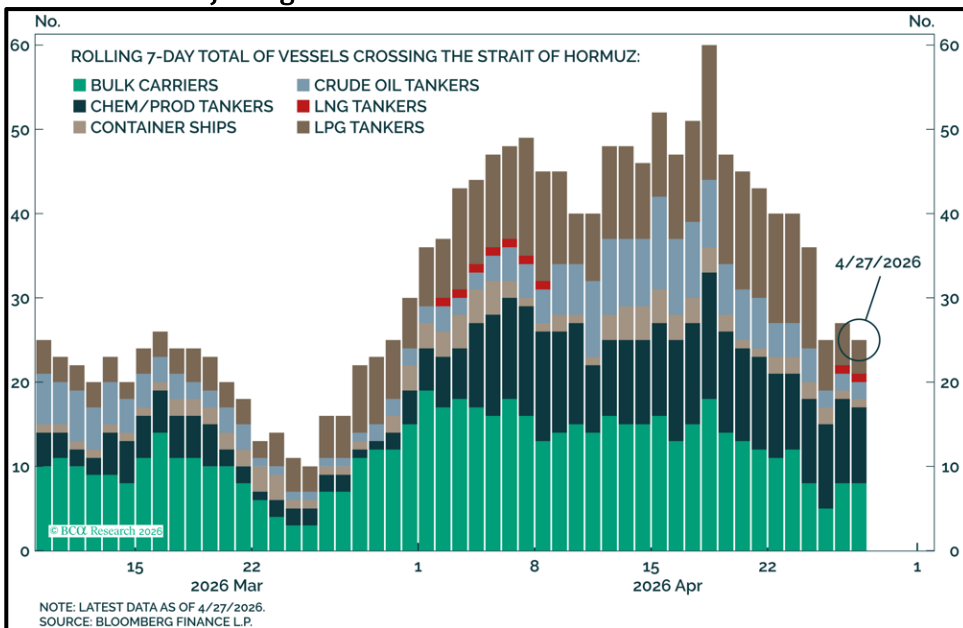
Un cadre utile pour réfléchir à la prochaine phase du conflit est proposé par Rory Johnston, l'analyste énergétique à l'origine de *Commodity Context* et récemment invité du podcast *Geopolitical Cousins*.¹ Il présente la voie à suivre sous la forme de trois portes, trois scénarios distincts quant au moment où un trafic significatif de pétroliers reprendra dans le détroit. Le premier est une réouverture immédiate, dans laquelle un cessez-le-feu crédible tient et les assureurs maritimes reviennent sur le marché en quelques jours. Le deuxième est un scénario d'un mois dans lequel une désescalade partielle permet la reprise progressive du trafic, mais avec des primes de risque de guerre nettement plus élevées et des détours plus longs. Le troisième, et de plus en plus celui sur lequel les services énergétiques effectuent des tests de résistance, est un scénario de trois mois dans lequel le détroit reste effectivement fermé ou radicalement restreint jusqu'à l'été.

Les chiffres ne mentent pas. Environ treize millions de barils par jour de brut et de condensats, auxquels s'ajoutent les plus importants flux mondiaux de GNL, ne peuvent transiter par Ormuz. Huit semaines de perturbation représentent déjà plus d'un demi-milliard de barils de production non extraite ou non acheminée. Dans son scénario de réouverture immédiate, les prix du Brent pourraient baisser de 20 % sous

¹Rory Johnston, « The Supply Hole », podcast Geopolitical Cousins, <https://geopolitical-cousins.captivate.fm/episode/the-supply-hole>. L'analyse quantitative complète des trois scénarios est également abordée sur le substack Commodity Context.



Total sur 7 jours glissants des navires traversant le détroit d'Ormuz



Source : BCA

l'effet du dénouement des positions longues spéculatives. Mais, dans le scénario « encore trois mois de fermeture », les prix du Brent pourraient approcher les deux cents dollars d'ici la fin juin, un chiffre qui semble extrême jusqu'à ce que l'on se souvienne qu'il impliquerait de remplacer plus de 60 % de la production du golfe Persique.

Le marché se situe actuellement entre les scénarios 1 et 2 ; le scénario 3 n'est pratiquement pas envisagé par les investisseurs. Il ne s'agit pas d'une prévision qui suscite une forte conviction dans un sens ou dans l'autre. Ce qu'il convient de souligner, c'est que l'optionnalité est asymétrique. Si le détroit rouvre dans les prochains jours, le pire est déjà derrière nous. Dans le cas contraire, l'ensemble des prévisions de croissance et d'inflation pour le second semestre dans les pays développés devra être réécrit. Donald Trump a déclaré que le détroit pourrait rester fermé pendant des mois². Les marchés s'orientent actuellement vers la « porte 3 », les prix du pétrole grimpant chaque jour que le détroit reste fermé.

Il est intéressant de noter que les Émirats arabes unis ont décidé de quitter l'OPEP+ à compter du 1^{er} mai. Ils avaient déjà menacé de le faire par le passé, car ils ont le sentiment que le cartel pétrolier ne sert pas bien leurs intérêts. C'est également un moyen de renforcer leur partenariat avec les États-Unis et Israël. « Cette décision est le fruit d'une réflexion approfondie, à la lumière des 40 jours de frappes de drones et de missiles », a déclaré Abdulkhaleq Abdulla, un éminent politologue émirati. Les Émirats arabes unis pourront tirer parti des prix élevés du pétrole. Les quotas de production ont restreint d'environ 30 % leur capacité de production.

² https://www.wsj.com/world/middle-east/trump-tells-aides-to-prepare-for-extended-blockade-of-iran-da3be7a4?mod=article_inline

Croissance et inflation : le choc asymétrique

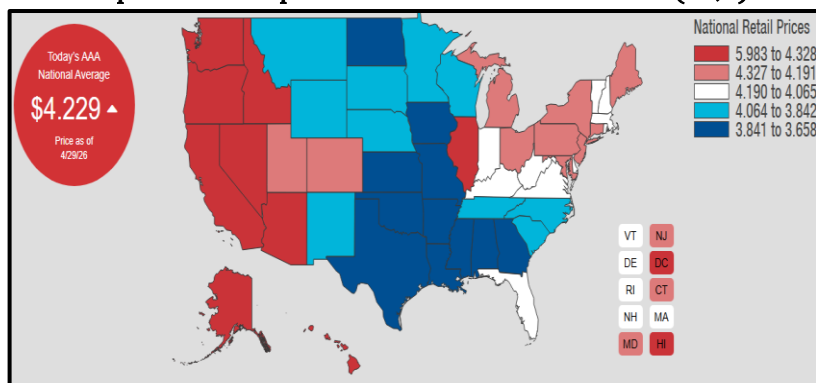
En avril, le FMI a abaissé de 0,2 point ses prévisions de croissance mondiale pour 2026, à 3,1 %, dans sa mise à jour de mi-mois, laissant celles de 2027 inchangées à 3,2 %.³ La révision est modeste en apparence, mais importante dans sa composition : l'Asie émergente et l'Europe supportent l'essentiel de la révision à la baisse, car elles sont plus exposées à la guerre en Iran. Les États-Unis n'ont pratiquement pas été révisés.

Mais cet optimisme concernant l'économie

américaine pourrait être prématuré. Les prix de l'essence sont en hausse ; le prix moyen national du gallon d'essence dépasse largement les 4 USD, contre moins de 3 USD avant la guerre.

Les données sur la consommation aux États-Unis commencent à se détériorer. L'indice de confiance des consommateurs de l'université du Michigan s'est établi à 47,6 en avril, un niveau historiquement bas depuis les années 1970, inférieur au creux de 2008 et aux plus bas enregistrés pendant la pandémie de COVID-19. Les ventes au détail globales ont affiché une bonne performance avec une hausse de 1,7 % en glissement mensuel, mais hors automobiles et essence, la croissance a ralenti à 0,6 %, et la composante automobile était presque entièrement due à un effet d'anticipation avant l'entrée en vigueur des droits de douane. Si l'on fait abstraction de ces fluctuations, le tableau qui se dessine est celui d'un consommateur américain inquiet, qui paie plus cher son carburant et commence à réduire ses achats discrétionnaires marginaux. C'est la configuration type d'un environnement stagflationniste.

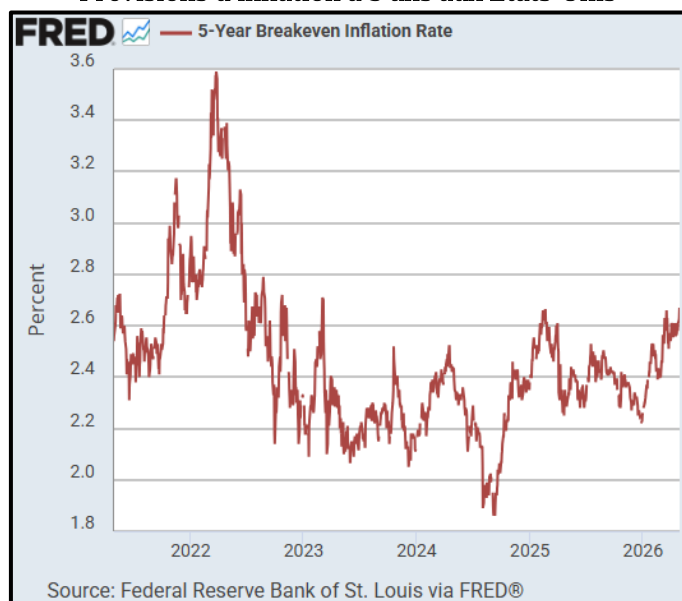
Comparaison des prix de l'essence aux États-Unis (28,4)



Source : gasprices.aaa.com

³Fonds monétaire international, mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, mi-avril 2026. Le PIB mondial est revu à la baisse de 0,2 point de pourcentage à 3,1 % pour 2026 ; celui de 2027 reste inchangé à 3,2 %. La révision à la baisse concerne principalement l'Europe et les pays émergents d'Asie.

Prévisions d'inflation à 5 ans aux États-Unis



Le tableau de l'inflation constitue l'autre facette. L'IPC global américain a augmenté de 3,3 % en glissement annuel en mars et s'est accéléré de 0,9 % sur le mois, soit la plus forte hausse mensuelle depuis deux ans, l'essence ayant progressé de 21,2 % en glissement annuel. L'indice PCE de base de mars a atteint 4,3 %, son plus haut niveau en trois ans. La première estimation du PIB du premier trimestre a été publiée à 2 %. La croissance nominale du PIB s'est donc établie autour de 6 %.

Dans ce contexte, les anticipations d'inflation à 5 ans ont augmenté de 40 points de base par rapport à février, pour atteindre 2,67 %. Ce chiffre est proche d'un sommet depuis la crise du Covid, mais il reste dans une fourchette raisonnable. Les droits

de douane viennent s'ajouter à ce tableau ; selon des estimations récentes, leur répercussion se traduirait par une inflation supplémentaire des biens d'environ 0,8 %, alors que les recettes douanières elles-mêmes sont inférieures d'environ 25 % aux prévisions initiales du gouvernement, en partie parce que les plus grands importateurs américains ont activement réduit leurs volumes.

En Europe, Mme Lagarde a indiqué lors de la conférence de presse d'avril que la BCE était plus susceptible de relever ses taux que de les baisser d'ici l'été, et les prévisions d'inflation de la Commission européenne tendent à la hausse. Mais on observe *déjà* quelques signes de répercussion sur les services. Même la Banque nationale suisse devrait, selon les prévisions générales, emboîter le pas avec une hausse des taux l'année prochaine. La Banque de réserve d'Australie a déjà entamé son cycle de hausse des taux. L'ère de l'assouplissement synchronisé qui dominait les anticipations pour la fin de 2025 est révolue.



Les inquiétudes du marché obligataire

Les courbes de rendement ont augmenté aux États-Unis et en Europe tout au long du mois de mars et sont restées élevées en avril ; la prime de terme augmente.

Il est prématuré de prédire un pic des taux longs tant que le segment court reste volatil, mais il est frappant de constater que le marché intègre davantage de risque, et non moins, malgré un resserrement des spreads de crédit en avril. Ces deux phénomènes ne sont pas contradictoires. Les spreads se



sont resserrés parce que la crainte immédiate d'un ralentissement de la croissance induite par la guerre s'est dissipée ; les taux restent élevés parce que les investisseurs exigent une compensation pour l'inflation, les problèmes d'approvisionnement et l'incertitude politique. C'est un marché obligataire de fin de cycle typique.

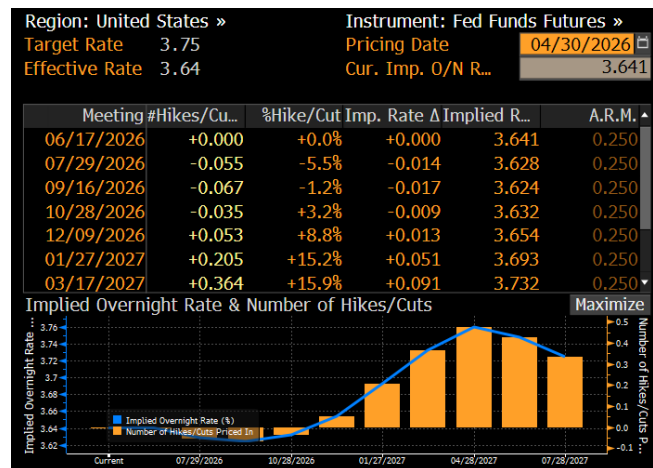
Deux éléments spécifiques méritent d'être soulignés. Le premier est la saga du remboursement des droits de douane. Suite à la récente décision de la Cour suprême, le Trésor en est désormais aux premières étapes du traitement des remboursements sur les recettes douanières perçues depuis le début de l'année. Les chiffres avancés par les salles de marché situent la dette brute du gouvernement à 166 milliards de dollars, dont 127 milliards sont déjà en cours de remboursement et concernent environ 330 000 importateurs éligibles.⁴ L'impact mécanique sur le déficit est faible par rapport à la trajectoire budgétaire globale, mais l'impact politique est significatif : l'administration est contrainte de restituer de l'argent au moment même où elle préférerait affirmer que les droits de douane sont efficaces. Cela rappelle également que le malaise du marché obligataire face à la politique budgétaire américaine est structurel, et non cyclique. Le montant de la dette fédérale est gigantesque, à 120 % du PIB, soit 39 000 milliards de dollars. Si l'on ajoute le déficit courant et le déficit budgétaire de 7 %, n'importe quel autre pays de la planète serait déjà en faillite.

⁴Chiffres relatifs aux remboursements de droits de douane tirés des commentaires de marché faisant suite à la décision de la Cour du commerce international. Environ 166 milliards de dollars de droits de douane bruts dus, dont 127 milliards déjà en cours de remboursement, avec environ 330 000 importateurs éligibles. Le calendrier définitif de traitement reste incertain.



Le deuxième sujet concerne la question de la direction de la Fed. Le mois d'avril a marqué la fin du mandat de Jerome Powell à la présidence de la Fed. Les taux ont été maintenus inchangés, comme prévu, avec quatre voix dissidentes : trois en faveur d'une hausse et celle de Warsh en faveur d'une baisse. Suite à l'abandon discret de l'enquête du ministère de la Justice contre Jerome Powell au début du mois d'avril, plus rien ne devrait empêcher Warsh d'être nommé à la présidence de la Fed. Sa nomination devrait être confirmée le 15 mai. Warsh a passé la dernière décennie à soutenir que la Fed devrait être plus orthodoxe, que l'assouplissement quantitatif a été mal utilisé et que l'institution devrait prendre l'inflation plus au sérieux. La véritable question pour les mois à venir est de savoir si, une fois confirmé, il procédera aux baisses souhaitées par le président ou s'il maintiendra le statu quo face à une Maison Blanche qui affiche ouvertement son impatience. Le risque est une erreur de politique monétaire sous la forme de baisses de taux opérées dans un contexte de hausse des anticipations d'inflation, ce qui accentuerait fortement la pente de la courbe des taux et entraînerait une réévaluation de toutes les classes d'actifs. Il faut espérer qu'il existe un conseil des gouverneurs à convaincre de baisser les taux dans le contexte actuel. Il faudra démontrer que ces personnes sont prêtes à risquer leur crédibilité pour satisfaire la Maison Blanche. Actuellement, le marché ne s'attend à aucune baisse de taux.

Prévisions de baisse des taux de la Réserve fédérale américaine



Comme indiqué, les écarts de crédit se sont resserrés tout au long du mois d'avril. Les titres de qualité « investment grade » se situent désormais à quelques points de base des niveaux observés en début d'année, et les titres à haut rendement ont rattrapé environ les deux tiers de l'élargissement enregistré en mars. La crainte qui s'était emparée du crédit privé en mars, et dont nous avons parlé le mois dernier dans le contexte des rachats des sociétés de développement commercial (BDC), s'est apaisée.⁵ Apaisée ne signifie pas résolue. Les tensions sur cette classe d'actifs persistent ; les taux de défaut parmi les emprunteurs du marché intermédiaire continuent de grimper, et le marché secondaire des plus grandes BDC continue de s'échanger avec des décotes significatives par rapport à la valeur liquidative. Le marché du crédit restera sous pression, mais il n'y a toutefois pas de risque systémique.

⁵Voir le commentaire d'avril 2026, « Fear in the Strait », pour la discussion sur le rachat des BDC. La compression des spreads en avril n'a pas inversé la trajectoire sous-jacente des taux de défaut sur le marché intermédiaire.

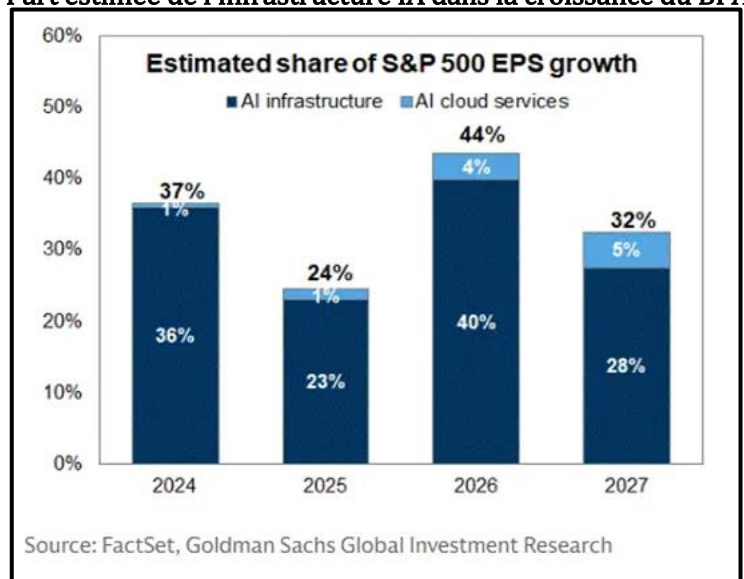


Marchés boursiers : le grand décalage

Les actions américaines ont connu une évolution véritablement inhabituelle : elles ont atteint de nouveaux sommets historiques alors que l'ampleur (le nombre de titres atteignant de nouveaux sommets) de la reprise s'est réduite à une poignée de titres. Le S&P 500 a terminé le mois d'avril près de ses plus hauts, l'indice des semi-conducteurs SOX ayant progressé d'environ 50 % par rapport à ses plus bas de mars, enregistrant l'un de ses meilleurs mois de l'histoire. En revanche, le S&P 500 à pondération égale, l'indice des petites capitalisations Russell 2000 et la médiane des actions européennes se situent tous en dessous de leurs sommets de février. Une fois de plus, nous sommes face à un marché où l'indice ne reflète pas fidèlement l'évolution de la plupart des actions.

Les résultats expliquent les gros titres mais soulignent la fragilité. Les révisions de bénéfices ont été positives depuis le début de la guerre au Moyen-Orient. Micron représente à elle seule 51 % des révisions du BPA du S&P 500 depuis février, et le trio Micron-Broadcom-SanDisk en représente 64 %. La contribution de Nvidia au BPA du premier trimestre devrait représenter environ un quart de la croissance totale du BPA du S&P 500 en glissement annuel, et Goldman Sachs estime que les dépenses en infrastructures d'IA à elles seules généreront environ 44 % de la croissance du BPA du S&P 500 en 2026 (graphique). Une concentration de cette ampleur est historiquement rare et rarement durable. Les dépenses d'investissement des hyperscalers semblent avoir atteint un pic au premier trimestre, à environ 94 % en glissement annuel, un taux de croissance qui, historiquement, précède une phase de consolidation plutôt qu'une nouvelle accélération.

Part estimée de l'infrastructure IA dans la croissance du BPA



Source : Goldman Sachs

Pour la première fois depuis septembre 2025, les participants à l'enquête BofA FMS (10 avril) s'attendent désormais à une baisse des bénéfices mondiaux au cours de l'année à venir. Environ 70 % d'entre eux s'attendent à ce que la stagflation soit le scénario de base pour 2026. En d'autres termes, les mêmes investisseurs qui achètent l'indice déclarent simultanément aux sondeurs qu'ils s'attendent à des résultats décevants. Ce type de divergence cognitive se résout rarement par une lente amélioration. Il est possible que l'enquête penche davantage vers la prudence, car les comparaisons avec les indices de référence et la pression du secteur en matière de performance ne sont pas de bon augure pour les professionnels qui n'ont pas investi dans un marché haussier.

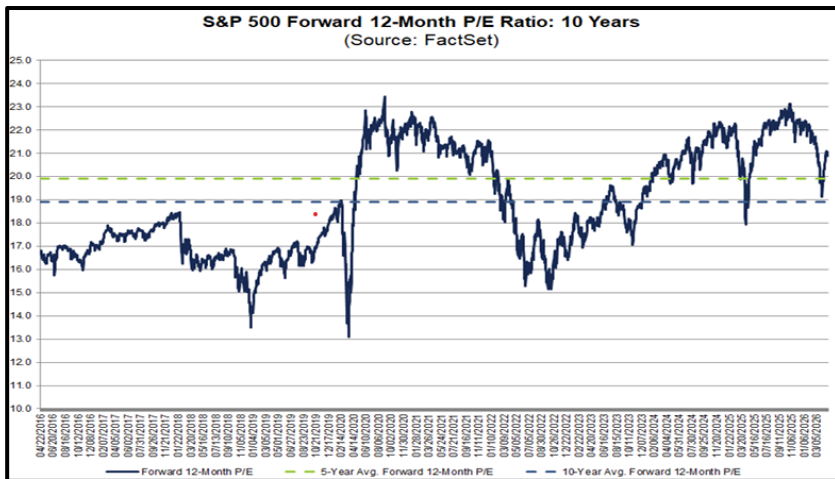
En dehors des États-Unis, la situation est plus intéressante que ne le suggèrent les indices de référence. L'Asie émergente est portée par la même dynamique des semi-conducteurs qu'aux États-Unis, Taïwan affichant une croissance du PIB réel de 8,6 % en 2025 et la Corée enregistrant des exportations record de



86 milliards de dollars en mars 2026, dont une hausse de 134 % en glissement annuel des exportations de semi-conducteurs.

La croissance du BPA du Stoxx 600 au premier trimestre devrait s'établir à 4 %, les secteurs de la finance et de l'énergie tirant le groupe vers le haut. L'Europe a sous-performé les États-Unis en avril. Les principaux indices sont en dessous de leurs plus hauts de février mais restent proches, ce qui indique que la tendance haussière reste forte. Le ratio cours/bénéfice prévisionnel du S&P 500 s'établit à 20,9x, contre 19,4x fin mars. Ce niveau est supérieur à la moyenne sur 10 ans mais reste inférieur au pic atteint en début d'année.

Ratio C/B prévisionnel sur 12 mois du SP500



Source : Factset

Le contexte géopolitique est l'élément que personne ne veut prendre en compte dans ses évaluations. L'imprévisibilité politique émanant de Washington a été la caractéristique dominante de ces deux derniers mois, qu'il s'agisse des droits de douane, du détroit, de la Fed ou de tout autre sujet, et pourtant les capitaux continuent d'affluer vers les actifs américains. « L'Amérique », qui était chargée d'assurer la paix et la sécurité sous l'égide de l'ONU, est aujourd'hui l'agent du chaos ; cela n'a pas

d'importance pour l'instant, mais ce n'est pas un équilibre tenable. Les primes de risque devraient s'élargir et l'appétit pour le dollar américain devrait diminuer, comme c'est le cas lorsqu'un empire s'affaiblit.

Matières premières, or et dollar

Le pétrole refuse de baisser. Le Brent s'est négocié à un niveau élevé tout au long du mois d'avril. Chaque jour qui passe sans résolution du conflit dans le détroit d'Ormuz ajoute de la pression sur l'économie. Comme mentionné précédemment, le baril de Brent pourrait atteindre 150 USD en mai et 200 USD en juillet si le détroit reste fermé d'ici là. C'est là une caractéristique classique d'un marché physiquement tendu qui paie une prime pour les barils à livraison immédiate, ce qui explique pourquoi la courbe à terme présente un fort déport.

Prix du Brent pour le mois en cours





Se pose également la question des produits raffinés tels que le diesel et le kérosène, car ils dépendent encore davantage de la réouverture du détroit d'Ormuz. Les acteurs du marché prennent peu à peu conscience que la perturbation dans le détroit d'Ormuz pourrait durer plus longtemps. Chaque jour qui passe fera grimper les prix du pétrole et de ses dérivés. Les marchés des matières premières agricoles sont restés remarquablement calmes à la fin du mois d'avril, malgré les craintes largement médiatisées concernant la disponibilité des engrais en début d'année, les céréales restant globalement stables depuis le début de l'année.

L'or, qui a connu une évolution parabolique pendant une grande partie de l'hiver dernier, est en phase de consolidation. Il suit le schéma habituel après un mouvement violent : il digère et attend le prochain catalyseur. La consolidation se poursuivra très probablement pendant quelques mois. Le métal jaune a sa place dans les portefeuilles à la fois comme couverture contre l'inflation et comme couverture contre l'erreur de politique décrite ci-dessus. Il est trop tôt pour renforcer la position existante.

Le dollar a terminé le mois d'avril en légère hausse. Nous continuons de penser que le prochain mouvement important du billet vert sera à la baisse, et non à la hausse. La trajectoire budgétaire américaine, le déficit commercial (toujours à un niveau record), la pression politique sur la Fed et la méfiance internationale à l'égard du gouvernement américain entraîneront une dépréciation de la devise. Mais compte tenu de la faible qualité du yen japonais et de l'euro, cette baisse sera facilement supportable pour les partenaires commerciaux. Le franc suisse continuera de s'apprécier, la Banque nationale suisse s'efforçant de ralentir le rythme de cette appréciation. Le dollar américain n'est plus une valeur refuge.

Escalader un mur d'inquiétudes

Deux mois et plus après le début de la guerre, il n'y a toujours aucun signe d'accord entre les États-Unis et l'Iran. C'est la deuxième fois en six ans que le trafic via Ormuz est interrompu. Cette fois-ci, il est probable que le trafic dans la région ne revienne jamais à ses niveaux d'avant-guerre. Car les marchés s'adaptent et évoluent. Néanmoins, tous les « détournements » pour éviter Ormuz et les solutions à long terme au goulot d'étranglement alourdiront les coûts pendant des années. L'énergie est cruciale, et la crise souligne une fois de plus la nécessité pour les gouvernements de garantir l'accès aux sources d'énergie et aux stocks. Il faut s'attendre à ce que la demande de matières premières reste élevée pendant une période prolongée.

Les prévisions de croissance sont revues à la baisse, mais seulement de façon marginale, car la plupart des acteurs du marché estiment que cette perturbation sera de courte durée, étant donné que les pressions sur les prix liées à la hausse des coûts de transport et de l'énergie devraient s'atténuer une fois la crise passée. L'inflation montre son visage le plus sombre. On pense généralement que l'IA est déflationniste car elle améliore la productivité. C'est vrai, mais cela ne signifie pas qu'elle remplacera nécessairement les humains ou raccourcira les processus de travail ; elle pourrait également être utilisée en complément des infrastructures existantes pour améliorer la qualité et le contenu. De plus, l'IA consomme beaucoup d'énergie ; son effet déflationniste n'est pas évident.

Ces croyances concernant une perturbation de courte durée et une IA magique conduisent les PDG et les investisseurs à penser qu'il vaut mieux simplement « faire abstraction » du bruit ambiant et surfer sur la vague économique positive. Si c'est vrai, nous le saurons rapidement.



Attendre et voir, sans se précipiter

Dans un tel environnement, il n'y a aucune raison de se précipiter pour prendre des risques, mais il convient également de rappeler l'importance de rester investi. C'est le temps qui est le moteur de la performance, et non le timing.

Le discours sur l'IA reste bien vivant. L'importance des dépenses d'investissement a satisfait les investisseurs, car ils s'attendent à ce que la rentabilité ne soit pas affectée négativement. Les marchés du crédit sont désormais réticents à financer la dette, car les montants empruntés sont colossaux.

La tentation, sur un marché qui ne cesse d'atteindre de nouveaux sommets, est de courir après l'indice. Il faut y résister pour trois raisons. Premièrement, la situation générale n'est pas saine, et les données de positionnement du FMS confirment que l'acheteur marginal est réticent. Deuxièmement, la situation à Ormuz reste en suspens, et l'asymétrie penche toujours vers un scénario négatif non pris en compte dans les prix. Troisièmement, la trajectoire macroéconomique nécessite soit une baisse de l'inflation, soit une baisse des taux sur une courte période. Cela n'arrivera pas.

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.