

Outlook & Convictions

Banque Privée #16



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Outlook & Convictions

Banque Privée #16



Édito	6
par Nicolas Bickel, CFA	6
Macro éco	11
par Dr. Mathilde Lemoine	12
De l'énergie à l'économie mondiale : le choc de la guerre au Moyen-Orient se propage	
Matières premières	19
par Manuel Maleki, Ph. D	20
Détroit d'Ormuz : du choc logistique au possible retour des cycles haussiers	
Actions	27
par Hervé Prettre	28
Un conflit géopolitique qui change la donne	
par Anthony Toupin	32
Intelligence artificielle et logiciels : risque de disruption profonde ou excès de marché ?	
par Hervé Prettre	38
Investir en période de conflit	
Dossier spécial	43
par Nadjat Hamrouni, CFA, et Darius Bakhtari	44
Consommation de la jeune génération : mythes et réalités des tendances	
Obligations	53
par Guilhem Savry	54
Des taux souverains plus élevés pour plus longtemps	
par Lisa Turk et Rami Boustany	58
Obligations d'entreprises émergentes : des fondamentaux solides malgré les incertitudes au Moyen-Orient	
Dettes privées	63
par Alexander De Bruin et Guilhem Savry	64
Marché de la dette privée : une forte croissance récente	
Marché des changes	69
par Jean-Marc Guillot	70
Marchés des changes : guerre, inflation et crise économique	

Édito



Nicolas Bickel, CFA
Group Head of Investment
Private Banking & CIO

L'année 2026 avait commencé sur des tendances bien différentes de part et d'autre de l'Atlantique. Alors que l'indice S&P 500 clôturait fin février quasiment là où il avait commencé en janvier, l'Euro Stoxx 600 progressait de 7% et les marchés émergents affichaient une hausse de plus du double. Les dix plus grandes capitalisations, qui avaient représenté plus des deux tiers de la contribution à la performance de l'indice vedette américain en 2025, entamaient la nouvelle année en retrait, tandis que leurs homologues européennes enregistraient une très bonne performance sur les premiers mois, après avoir délivré l'an dernier une performance inférieure à leur indice de référence. L'or continuait sa progression avec un gain de 22% en à peine deux mois, ceci malgré sa chute historique de plus de 20% fin janvier. Les taux souverains américains à 10 ans baissaient à leur plus bas niveau depuis septembre 2024 et les rendements allemands chutaient de 20 points de base. Tout ceci avec en toile de fond la poursuite de l'affaiblissement du dollar qui affichait 1,18 contre l'euro le 27 février. Les marchés se positionnaient en anticipation d'une rotation cyclique, avec une économie mondiale résiliente et des baisses de taux attendues, notamment aux États-Unis.

Fin février, le début du conflit opposant les États-Unis et Israël à l'Iran est venu chambouler l'ordre mondial, les marchés financiers ainsi que les flux maritimes, avec le blocage du détroit d'Ormuz par Téhéran. La situation au Moyen-Orient est alors devenue la principale boussole des investisseurs, dictant l'essentiel des mouvements de marché, la quasi-totalité des classes d'actifs ayant été affectée à des degrés divers. Les marchés actions ont plus ou moins fortement réagi, en fonction de la dépendance de certaines zones géographiques aux hydrocarbures et autres produits dérivés, directement impactés par la fermeture du détroit d'Ormuz. Ce dernier, véritable carrefour commercial mondial, voit en effet transiter en temps normal environ 20% de l'offre globale

de pétrole, mais aussi une part importante du gaz naturel liquéfié ainsi que d'autres produits essentiels pour de nombreux secteurs tels que l'aluminium, l'azote ou l'hélium.

L'Asie subit cet impact en premier plan, suivi de l'Europe. En conséquence, leurs marchés actions respectifs ont rapidement corrigé, sans toutefois entrer en *bear market*¹. Les actifs refuges traditionnels n'ont pas été d'un grand support durant la baisse, l'or chutant lui aussi fortement, notamment sous l'effet de ventes importantes destinées à fournir des dollars aux économies souhaitant sécuriser leurs achats d'hydrocarbures, dont les prix ont connu une nette hausse au début du conflit.

Les anticipations de baisses de taux des banques centrales ont été fortement révisées, les marchés prévoyant plutôt des hausses importantes dans la quasi-totalité des zones géographiques à la suite du conflit. Ces mouvements s'expliquent par la crainte d'un rebond de l'inflation sous-jacente et d'un changement de politique monétaire des banques centrales. Ceci pourrait avoir comme conséquence le ralentissement de la croissance mondiale, et son lot de mauvaises surprises sur les attentes de bénéfices des entreprises. Les taux des obligations souveraines sont repartis à la hausse sur toutes les zones géographiques et les primes de crédit des entreprises ont progressé, notamment sur les segments de plus faible qualité, après des mois de compression quasiment ininterrompue.

Dans le même temps, la valorisation des marchés actions a fortement baissé. Alors que l'amplitude de la correction a représenté la moitié de celle observée en avril 2025 (après l'annonce des droits de douanes par Donald Trump), le ratio cours/bénéfices des actions a lui autant diminué qu'à cette période, soit près de 19% aux États-Unis. Début avril, au plus fort de la correction des marchés, les valorisations des actions du secteur de la technologie américaine sont même repassées au-dessous de celles observées avant le lancement de ChatGPT, alors même que les dirigeants de ces entreprises continuent de racheter des quantités importantes de leur propres actions.

Ceci principalement grâce à des bénéfices par actions toujours en hausse à l'image des résultats solides du quatrième trimestre 2025. Pour 2026, le consensus table toujours sur une croissance de +16% aux États-Unis et +10% en Europe, soit 7% et 2,2% au-dessus de la moyenne historique sur les dix dernières années. Le risque de déception reste donc non négligeable tant les attentes sont hautes des deux côtés de l'Atlantique.

Au cours de cette phase de conflit, les acteurs du marché ont pour la plupart reconstitué quelques réserves de liquidités en réduisant le risque des portefeuilles et les fonds spéculatifs (*hedge funds*) se sont massivement délestés de leurs actions. Début avril, les investisseurs étaient donc moins exposés aux actions, ce qui a également augmenté le risque pour certains de se retrouver sous-investis et de manquer les forts rebonds qui surviennent très souvent après la résolution de ce type de conflit.

¹ Un *bear market* désigne une phase durable de recul marqué des prix des actifs financiers d'au moins 20% et s'accompagne d'un fort pessimisme des investisseurs, souvent dans un contexte économique défavorable. Il s'oppose au *bull market*.

L'annonce d'un cessez-le-feu le 7 avril dernier a donc logiquement propulsé les actions et l'or à la hausse, et en à peine dix jours le marché a retracé la totalité de la baisse observée depuis le début du conflit grâce au retour rapide de l'optimisme sur un accord Iran-USA. Les taux et les *spreads*² de crédit se sont un peu détendus, le dollar a baissé, et le cours du pétrole a plongé de plus de 15%, soit sa plus forte baisse depuis avril 2020, au début de l'épidémie de Covid.

Ce rebond massif des marchés actions, qui a permis à plusieurs indices dépasser leurs précédents records, suggère que les investisseurs estiment à ce stade que l'impact du conflit, la remontée des prix de l'énergie et les pressions inflationnistes ne devraient avoir qu'un effet limité sur la croissance mondiale et sur la capacité des entreprises à faire progresser leurs bénéfices. Et ce, alors même que les indicateurs de confiance des consommateurs sont en forte baisse, notamment aux États Unis.

Au-delà des risques à court terme liés au conflit au Moyen-Orient, c'est bien sa durée et la transformation potentiellement importante des flux mondiaux à long terme qui peuvent modifier les valorisations des marchés. En effet, la reprise normale des flux commerciaux dans le détroit d'Ormuz et la reconstitution des stocks de pétrole antérieurs au conflit pourraient prendre des mois malgré une accalmie sur le plan militaire et menacer la combinaison favorable de croissance robuste et d'inflation contenue qui soutenait les marchés en début d'année. Le risque d'une reprise de l'inflation, d'un ajustement plus restrictif des politiques monétaires et d'un nouveau ralentissement de la croissance mondiale restent présents et détermineront dans le futur les gagnants et les perdants de ce changement potentiel de régime économique. À ce stade, les dernières données de l'inflation ont démontré un impact non négligeable de la hausse des prix de l'énergie, qui représente la majorité de la progression. En revanche, l'inflation sous-jacente n'est pour l'instant que faiblement impactée, les données des mois à venir seront donc déterminantes.

Ce conflit a une fois de plus agi comme une force de rappel pour les acteurs des marchés financiers, révélant, comme lors du Covid et des ruptures de chaînes d'approvisionnement, que l'économie mondialisée, la fluidité des échanges commerciaux et les approvisionnements en énergie dépendent de quelques points de passage stratégiques à travers le globe, qui, en cas de tensions ou de blocages, peuvent faire basculer l'économie mondiale dans la récession. Avec la hausse des incertitudes et des tensions géopolitiques, les mouvements de relocalisation et de sécurisation des approvisionnements en énergie, matériaux stratégiques, biens de première nécessité, médicaments, etc. ne peuvent que continuer à s'accélérer.

² Un *spread* est l'écart entre deux prix ou deux taux d'intérêt.



À plus long terme, de nombreuses questions subsistent. Quel effet ce conflit aura-t-il sur la prime de risque allouée aux prix de l'énergie et quels seront les impacts sur la croissance économique ces prochaines années ? Les coûts importants liés au conflit vont inévitablement peser sur le déficit des États-Unis, qui devrait atteindre 7% de son PIB et contribuer à l'augmentation de la dette américaine. Les taux souverains sont-ils voués à rester élevés plus longtemps malgré la désescalade ? Les banques centrales à travers le monde devront-elles modifier la direction des politiques monétaires afin de combattre l'inflation ? Quel en sera l'impact sur les bénéfices des entreprises et ces dernières réviseront-elles leurs prévisions malgré la baisse des tensions ? Les fondamentaux des dettes d'entreprises émergentes seront-ils durablement impactés par les tensions au Moyen-Orient ?

Au-delà de ce conflit, d'autres problématiques liées aux domaines de l'intelligence artificielle (AI) ou du crédit privé ont également agité les marchés. Les craintes sur les capacités de monétisation des investissements faramineux dans l'AI sont-elles fondées ? Le risque de disruption d'autres secteurs est-il réel ? Les récents défauts sur la dette privée ainsi que les décisions de certains émetteurs de fonds de bloquer les retraits des investisseurs sont-ils susceptibles de provoquer une contagion à d'autres segments du crédit et d'engendrer une nouvelle crise financière ?

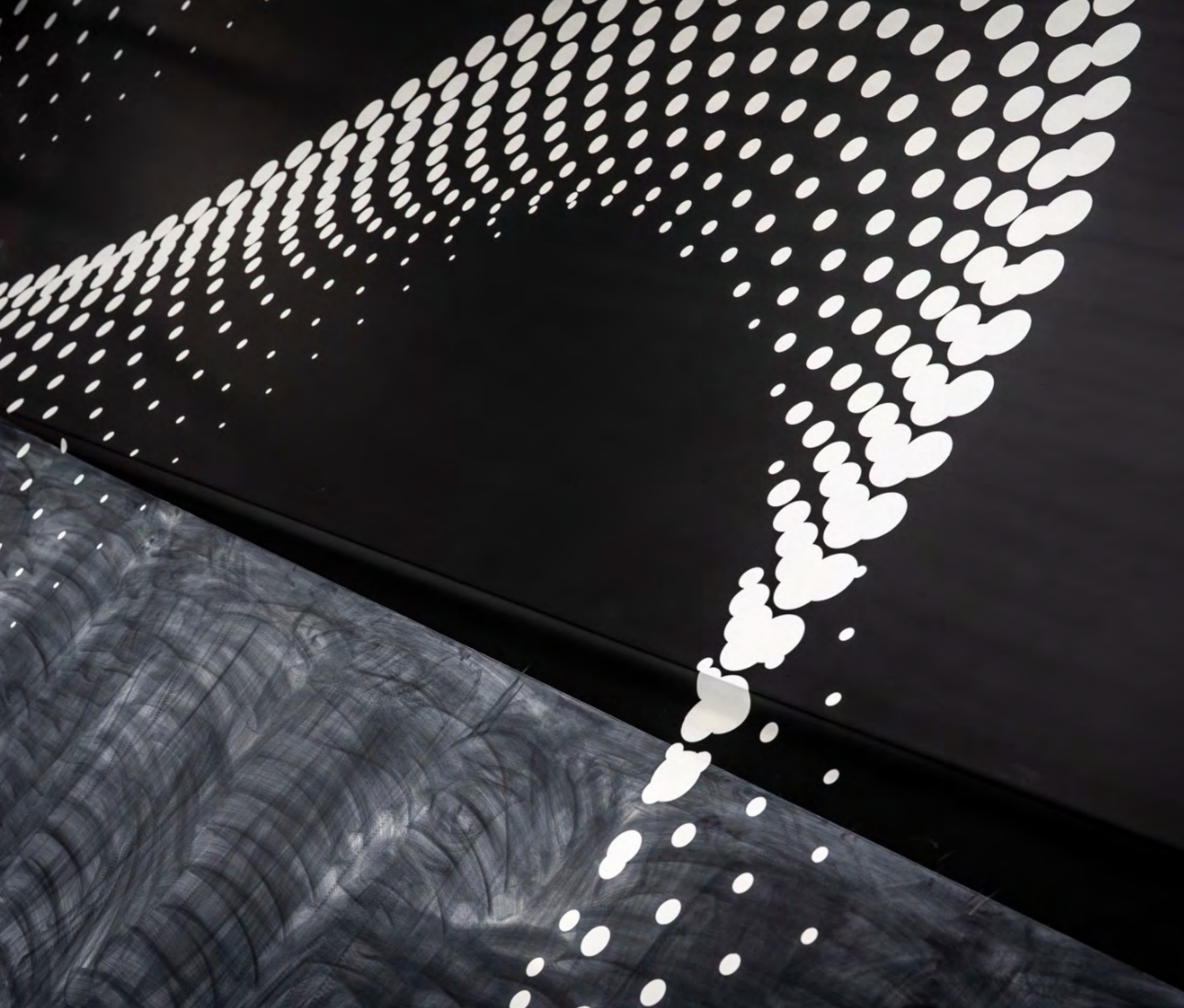
Nos experts vous proposent des éléments de réponse dans cette nouvelle édition d'Outlook & Convictions, tout en partageant nos perspectives pour les mois à venir sur les marchés financiers.

Dans cette période de forte volatilité et de tensions géopolitiques, nous aborderons la question des investissements en période de conflits, notamment les conséquences technologiques de long terme, telles que l'utilisation intensive des drones et le développement de nouveaux moyens d'interception. Un dossier spécial est également consacré aux changements des habitudes de consommation des nouvelles générations et à leurs impacts sur les différents secteurs de l'économie.

Nous vous souhaitons une excellente lecture et espérons que cette nouvelle édition nourrira vos réflexions d'investissement.



Nos perspectives en vidéo



Gitana 18, Maxi Edmond de Rothschild, Lorient

Macro éco



De l'énergie à l'économie mondiale : le choc de la guerre au Moyen-Orient se propage

Dr. Mathilde Lemoine

Group Chief Economist Edmond de Rothschild

La guerre entre l'Iran, les États-Unis et Israël a engendré une nouvelle crise énergétique, mais aussi des perturbations des chaînes de valeur, des difficultés et des ruptures d'approvisionnement. Les conséquences de cette guerre sont donc très larges et dépassent la seule hausse du prix du pétrole, du gaz et des engrais. Les arrêts de production sont nombreux. Des sites de pétrochimie à Taïwan, en Corée et au Japon ont déclaré avoir diminué leur production. Les transports sont au ralenti voire à l'arrêt dans certaines régions et la hausse du prix du gaz, aussi utilisé en Asie pour se chauffer et par les restaurants, pèse sur la consommation et l'activité des loisirs. L'activité économique des pays du Golfe est au ralenti. Autre fait inquiétant, la demande de pétrole avérée a diminué d'un tiers pour 2026.

Nous sommes donc face à un choc d'offre récessif. Un tel choc engendre une hausse des coûts marginaux et une contraction de l'offre agrégée, ce qui génère simultanément une accélération de l'inflation et une baisse de la production, via une dégradation des revenus réels, des effets des termes de l'échange défavorables, des réallocations sectorielles coûteuses ainsi qu'une montée de l'incertitude pesant sur l'investissement.

En conséquence, même si les flux passant par le détroit d'Ormuz redémarreraient avant l'été, le ralentissement mondial serait plus marqué que celui que nous anticipions jusqu'alors. **C'est notre scénario central à ce stade.**

Une durée plus longue de la guerre pourrait engendrer une généralisation de la hausse des prix à d'autres biens et matières premières que ceux directement influencés par la guerre au Moyen-Orient. Nous pourrions alors basculer dans le **scénario de la « crise inflationniste »**. Pour assurer un ancrage des anticipations d'inflation et limiter l'effet de second tour, les banques centrales seraient contraintes d'enclencher un nouveau cycle de hausse de taux. Le resserrement monétaire pourrait être plus marqué en zone euro car d'une part le poids de l'énergie et de l'alimentaire dans l'indice des prix à la consommation est 40% supérieur en zone euro par rapport aux États-Unis. D'autre part, la transmission de la hausse des prix des matières premières à l'inflation sous-jacente est plus élevée. Enfin, une part des salaires plus importante est indexée à l'inflation. Toutefois, contrairement à 2022 les transferts directs aux ménages seraient moins importants, ce qui limiterait l'ampleur de l'effet de second tour sur l'inflation et les salaires. Ce **scénario de « crise inflationniste »** engendrerait une récession partielle.

Notre troisième **scénario « récessionniste »** est celui de **« l'enlèvement »**. Il consisterait en la destruction permanente des capacités de production du pétrole et du gaz qui pourrait atteindre 20% des capacités du Moyen-Orient. La récession serait alors mondiale et non plus localisée dans les pays les plus fragiles. De plus, les banques centrales devraient faire face à un effet de second tour de la hausse des prix de l'énergie au reste de l'économie et à une chute de la demande agrégée. Il en résulterait une hausse des taux courts, sans inversion de la courbe des taux à cause de la prime de terme élevée. **Une crise financière s'ajouterait au choc d'offre.**

Graphique 1 – Impact récessif de la guerre du Moyen-Orient dès 2026

Dans le scénario de récession partielle, les effets seraient plus visibles en 2027 sur l'économie réelle.

	Scénario central <i>Best case scenario</i>		Scénario inflationniste <i>Partial recession</i>		Scénario enlèvement <i>Global recession</i>	
	PIB	Inflation	PIB	Inflation	PIB	Inflation
2026						
Monde	2,6	3,7	2,0	4,7	1,3	5,6
États-Unis	1,9	3,4	1,3	3,8	0,5	4,4
Zone euro	0,5	3,1	0	4,1	-0,5	5,1
Suisse	1	0,8	0,7	1,1	-0,1	1,6
Chine	4,8	0,7	4,6	1	4,5	1,3
Japon	0,8	2,5	0,5	3,1	-0,1	4,2
Inde	5,8	5,1	5,2	6,2	4,3	7,1
Brésil	2,1	4	1,6	4,2	0,8	4,6

Calculs : Edmond de Rothschild Economic Research

L'Asie confrontée à des pénuries

Les pays asiatiques sont particulièrement touchés par la quasi-fermeture du détroit d'Ormuz, car ils sont destinataires de 89% du pétrole brut et des produits pétroliers et de 86% du gaz naturel liquéfié (GNL) le traversant. Plus de 90% du GNL importé par le Pakistan provient du Qatar et des Émirats arabes unis, contre environ 60% pour l'Inde et le Bangladesh, et 35% pour la Chine et Taïwan. Or, les pays asiatiques comptent parmi les plus dépendants au gaz et au pétrole. La Thaïlande, la Corée, Taïwan, les Philippines, le Japon et le Vietnam sont les plus vulnérables.

De plus, le Moyen-Orient est un fournisseur clé d'intrants pour les grandes économies émergentes. L'Inde, l'Australie et l'Afrique du Sud comptent sur les pays du Golfe comme fournisseurs d'engrais. Pour l'Inde, près d'un quart des importations de produits minéraux (soufre, plâtres, chaux, ciments) et environ un cinquième des achats d'engrais et de métaux précieux sont concernés. Le Japon est surtout exposé via ses importations d'aluminium, tandis que la Turquie dépend fortement de ses importations de métaux précieux depuis les Émirats arabes unis. Ainsi, au-delà des hausses de prix, la guerre au Moyen-Orient et la quasi-fermeture du détroit d'Ormuz ont déjà entraîné des fermetures de sites de production.

Enfin, les chaînes de valeur sont déstabilisées à cause de l'augmentation des coûts de transports et de la réduction des capacités de production. L'accroissement de l'incertitude engendre en parallèle un report des investissements, source d'importations. À double titre, le commerce mondial devrait une fois encore ralentir plus fortement qu'anticipé. Pour limiter la hausse des prix de l'énergie, plusieurs pays asiatiques ont mis en place des subventions. Même si certains pays comme l'Indonésie ont annoncé des mesures de rationnement pour maîtriser leur coût budgétaire à compter du 1^{er} avril, cette précipitation accroît les besoins de financement des pays émergents dans un contexte de « supercycle d'investissement ». L'endettement s'ajoute à la chute d'activité comme en zone euro au moment de la crise énergétique de 2022.

La crise énergétique de trop pour l'Europe ?

Les États membres de la zone euro, encore affaiblis, prennent de plein fouet la hausse du prix du gaz, du pétrole et des engrais. Comme en 2022, cette nouvelle augmentation du prix des matières premières pourrait détruire des capacités de production. Fin 2025, la production industrielle de la zone euro était inférieure de 3% à son niveau de 2022, alors qu'elle était supérieure de près de 1% aux États-Unis, de 4% au Brésil, de 5% en Corée du Sud, de 6% en Suisse et de 17% en Chine. Comme nous l'avions anticipé, les secteurs les plus dépendants du gaz, notamment la chimie, l'agroalimentaire et les métaux, ont enregistré de fortes contractions, avec l'édition, le papier, les meubles et l'électricité. Parallèlement, les industriels ont accru leurs importations de biens intermédiaires auparavant produits en Europe.

De plus, le choix des gouvernements de subventionner les consommateurs pour limiter le prix d'achat d'énergie a fortement dégradé les finances publiques européennes, en particulier en France, où le soutien aux ménages a largement été privilégié. Les subventions aux prix de l'énergie auraient atteint 600 milliards d'euros dans l'ensemble des pays de l'Union européenne !



La nouvelle hausse des prix du pétrole et du gaz européen de près de 60% intervient donc dans le contexte suivant :

- Une activité économique au ralenti (l'*output gap*, ou écart de production, de la zone euro est négatif),
- Des capacités de production industrielles détruites,
- Une productivité faible,
- Des finances publiques dégradées suite aux subventions des prix de l'énergie.

Last but not least, les taux longs européens ont augmenté plus fortement que les taux longs américains au déclenchement de la guerre du Moyen-Orient. Fin mars, les taux français d'emprunt souverains à 10 ans étaient de 3,8% quand les taux américains étaient de 4,4% alors que la croissance nominale est incomparablement plus faible. Cela signifie que le niveau des taux longs réels européens est particulièrement récessif.

Les taux à 10 ans : toujours notre point d'alerte

Nous sommes entrés dans un supercycle d'investissement. Aux besoins d'investissement pour les transitions numérique et énergétique se sont ajoutés ceux imposés par les nouvelles politiques économiques de souveraineté et de défense. Les émissions obligataires souveraines de l'OCDE¹ devraient progresser à 18 000 milliards en 2026, soit 85% du PIB (contre 39% en 2007). Les émissions obligataires brutes des entreprises pourraient, quant à elles, être supérieures à 7 000 milliards de dollars.

Or, les taux d'emprunt souverains déjà élevés ont encore augmenté à la suite de la guerre au Moyen-Orient, en particulier en zone euro où les risques inflationnistes sont supérieurs. Ce niveau ne reflète pas une anticipation de surchauffe, mais une revalorisation du risque macro-financier global. La transition d'un système mondial organisé autour de la globalisation vers un système de « rivalités de puissance » a accru l'incertitude. La prime de terme, qui est la rémunération supplémentaire exigée pour prêter de l'argent sur une longue période plutôt que sur une durée courte, est plus importante. De plus, les banques centrales ont réduit leur présence sur les marchés obligataires. **Le coût du temps, du risque et de l'incertitude s'est réinstallé.**

Enfin, les banques centrales sont devenues plus attentives aux risques inflationnistes. Le changement de ton a été notable et les anticipations de resserrement monétaire se sont renforcées. La durée de la guerre pourrait encore accroître la prime de terme ainsi que les probabilités de hausse des taux courts.

¹ Organisation de Coopération et de Développement Économique.



Nous continuons d'anticiper une hausse des taux longs plus marquée en zone euro à cause des anticipations de hausses de taux courts et d'une prime de risque supérieure. Il pourrait en résulter un mouvement inverse à celui observé lors du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient sur le marché des changes. L'euro pourrait se réapprécier face au dollar alors que ce dernier avait bénéficié de son statut de valeur refuge. Les importateurs nets d'énergie pourraient voir leur devise se stabiliser voire s'apprécier si leurs banques centrales devaient rehausser fortement leurs taux pour contrer le risque inflationniste. Le niveau des taux longs devrait rester un facteur baissier pour l'activité économique même si l'accélération de l'inflation réduisait les taux réels.

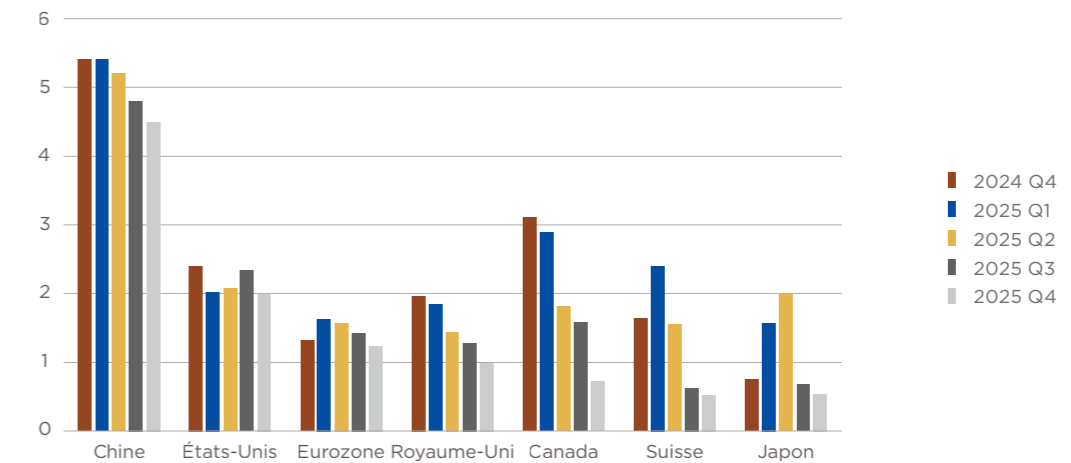
Des perspectives de croissance dégradées malgré un supercycle d'investissement

La guerre au Moyen-Orient a déjà un impact négatif sur la croissance économique mondiale. Cet impact est d'autant plus rapide et marqué que les ruptures d'approvisionnement et les mesures de rationnement sont nombreuses. Si la contribution du Moyen-Orient de 3,5% à la croissance mondiale est relativement faible, les effets en cascade sur les chaînes de production se multiplient. Par ailleurs, l'instabilité résultant de la politique des droits de douane américaine a été renforcée par l'annulation par la Cour suprême des États-Unis des « droits de douane réciproques » mis en place par l'administration Trump au motif que ce pouvoir devait être soumise au vote du Congrès.

Nous continuons donc d'anticiper un ralentissement de la croissance mondiale en 2026, mais plus marqué. À ce stade, notre hypothèse centrale est que la durée de la guerre ne serait pas suffisante pour engendrer un effet de second tour inflationniste. L'activité économique continuerait d'être soumise à des facteurs baissiers comme les effets négatifs des mesures protectionnistes, l'incertitude persistante et le niveau élevé des taux longs nominaux et réels tout en étant soutenue par le supercycle d'investissements structurels porté par les objectifs de souveraineté et l'intelligence artificielle.

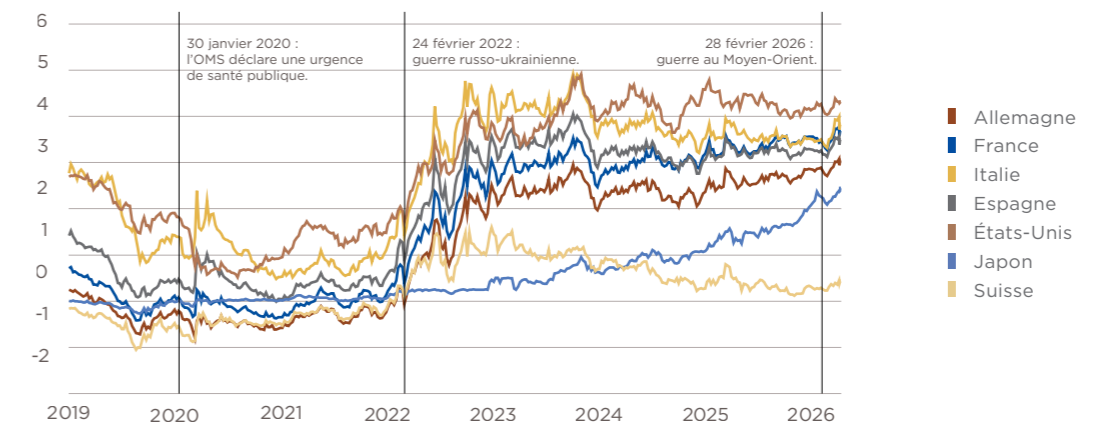
Avec la guerre au Moyen-Orient, le défi financier s'est encore renforcé : assurer un niveau d'investissement élevé alors que la prime de terme est importante et que les banques centrales s'inquiètent du risque inflationniste. La clé réside toujours dans l'ancrage des anticipations d'inflation. La crise énergétique de 2022 a confirmé leur solidité. Mais l'ampleur du déficit budgétaire américain, la multiplication des subventions aux prix de l'énergie dans les pays asiatiques, qui va dégrader leurs situations budgétaires, ainsi que les traces éventuelles de la forte inflation de 2021-2023 dans les anticipations des ménages pourraient avoir des effets persistants sur les croyances. Une certitude : le travail des banques centrales va être plus compliqué.

Graphique 1 — La guerre au Moyen-Orient pourrait accentuer le ralentissement mondial
Croissance du PIB en volume, glissements annuels



Sources nationales, Edmond de Rothschild Economic Research

Graphique 2 — Le niveau élevé des taux à 10 ans, réels et nominaux, gêne les banques centrales et le financement du « supercycle » d'investissement.
Rendements à 10 ans souverains, en %



Refinitiv, Edmond de Rothschild Economic Research



Cuves en inox, Château Clarke, Listrac-Médoc, France.

Matières premières

Détroit d'Ormuz : du choc logistique au possible retour des cycles haussiers

Manuel Maleki, Ph. D.
Senior Economist US & Commodities

Le blocage du détroit d'Ormuz a été interprété comme un choc immédiat. La lecture dominante se concentre sur la hausse des prix, la tension sur les flux et l'augmentation de la volatilité. Cette approche, bien que pertinente, reste partielle. Elle saisit l'instant mais ignore la dynamique. Car l'enjeu réel ne réside pas uniquement dans le choc de court terme. Il tient à la possibilité qu'un tel événement réactive une logique plus profonde, celle des cycles, et en particulier celle d'un possible retour à une phase haussière des matières premières.

Un choc mal interprété

L'histoire des marchés de matières premières montre que les cycles ne naissent pas uniquement de déséquilibres quantitatifs, mais de ruptures dans la perception de la continuité du système. Les chocs pétroliers des années 1970 ont profondément transformé la structure du marché en modifiant durablement les anticipations d'offre. Plus récemment, la séquence 2020-2022, marquée par la pandémie de COVID-19 puis par la guerre en Ukraine, a rappelé que les chaînes logistiques et énergétiques pouvaient devenir des vecteurs majeurs d'instabilité macroéconomique. Dans ce contexte, **Ormuz occupe une place singulière. Il ne s'agit pas seulement d'un point de passage, mais d'un nœud critique de synchronisation des flux mondiaux** (pour plus de détail voir l'analyse de Steen Wettstein dans le Flash Commerce Mondial daté de mars 2026 : « Guerre du Moyen-Orient : le détroit d'Ormuz à l'arrêt »).

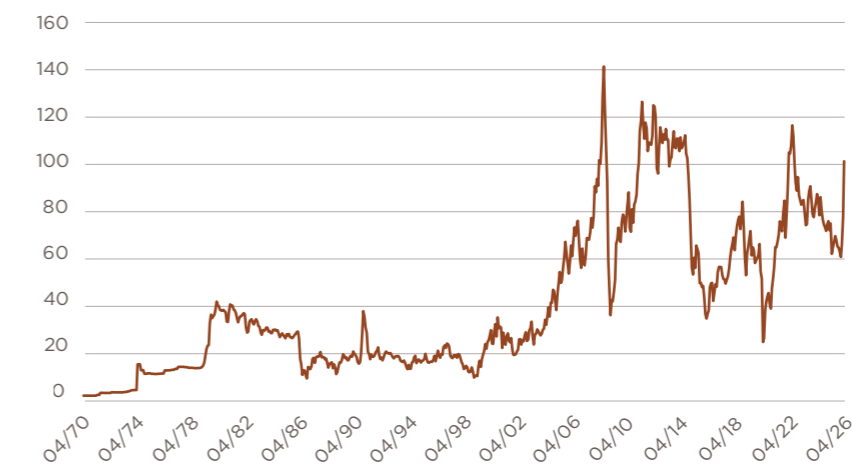
Le court terme : un choc de fluidité plus que de volume

À court terme, l'effet d'un blocage d'Ormuz est paradoxal. Le marché réagit avec violence, mais cette réaction ne reflète pas nécessairement une pénurie immédiate. Pourtant, les ordres de grandeur donnent la mesure du risque. En temps normal, 20 à 21 millions de barils par jour (Mbj) transitent par ce détroit, soit près de 20% de la consommation mondiale et environ un tiers du commerce maritime de pétrole. À cela s'ajoutent environ 5 Mbj de produits raffinés, ainsi que près de 20% du commerce mondial de gaz naturel liquéfié (GNL), principalement en provenance du Qatar, premier exportateur mondial de GNL. Mais ces volumes, aussi impressionnants soient-ils, ne sont pas le cœur du problème. Ce qui est touché en premier lieu n'est pas le niveau global des stocks, mais la capacité du système à fonctionner de manière fluide. Les cargaisons n'étant plus certaines d'arriver, les coûts de transport explosent.



Ce phénomène a déjà été observé par le passé. En 2019, l'attaque des installations d'Abqaiq en Arabie saoudite avait retiré temporairement près de 5,7 Mbj, soit environ 6% de l'offre mondiale. Le prix du Brent avait bondi de près de 20% en une seule séance. Pourtant, la correction avait été rapide, car le marché avait la conviction que la capacité de production serait restaurée rapidement. À l'inverse, les chocs des années 1973 et 1979 n'avaient pas seulement réduit l'offre, ils avaient profondément altéré la perception de sa disponibilité future, déclenchant un cycle haussier durable. Dans ce contexte, le prix ne reflète pas uniquement une pénurie, il devient un prix de la continuité. Lorsqu'elle disparaît, la prime de risque domine.

Graphique 1 — Prix du pétrole Brent, en dollars par baril



Edmond de Rothschild, Refinitiv

Le moyen terme : la propagation systémique

Si la perturbation se prolonge, le choc change de nature. Il cesse d'être logistique pour devenir systémique. Les effets se diffusent progressivement dans l'ensemble de l'économie réelle. Ce mécanisme repose sur un point central : l'énergie est au cœur des chaînes de production.

Le gaz naturel, en particulier, joue un rôle pivot et ne sert pas uniquement à produire de l'électricité, il constitue l'intrant fondamental de la chimie industrielle. Environ 70% du coût de production des engrais azotés dépend du gaz. La production mondiale d'ammoniac dépasse 180 millions de tonnes par an, dont une part significative provient du Golfe. Ces flux transitent largement par Ormuz. Le précédent de 2021-2022 est éclairant. La flambée des prix du gaz en Europe avait entraîné un arrêt partiel des capacités de production d'engrais, provoquant une multiplication par plus de deux des prix dans certaines régions. Le choc énergétique s'était transformé en choc agricole, puis en inflation alimentaire. Mais cette propagation ne se limite pas aux engrais.



L'aluminium, par exemple, agit comme une forme condensée d'énergie. Sa production nécessite 14 à 15 mégawatts heure (MWh) par tonne, ce qui en fait l'un des métaux les plus intensifs en électricité. Une hausse durable des prix de l'énergie se traduit donc par des fermetures de capacités, comme observé en Europe en 2022. Une perturbation à Ormuz, en affectant les flux énergétiques, se répercute indirectement sur l'offre mondiale d'aluminium, au-delà de la seule production de Bahreïn, et entraîne des conséquences pour d'autres industries.

L'hélium illustre une autre dimension du système. Obtenue comme sous-produit du gaz naturel, elle est extrêmement concentrée géographiquement. Le marché mondial de l'hélium, estimé à environ 6 milliards de dollars, est structurellement tendu, et le Qatar assure environ un quart de la production mondiale. Lors de la crise du Golfe en 2017, la fermeture des routes logistiques avait provoqué une interruption brutale des exportations qatariennes, entraînant une pénurie immédiate sur certains marchés. Or, l'hélium est une ressource critique et rare, qui est difficilement substituable. Il est indispensable notamment à l'imagerie médicale et à l'industrie des semi-conducteurs. Le choc ne se traduit pas toujours par une inflation généralisée, mais par des ruptures localisées à fort impact technologique.

L'azote, enfin, constitue le lien le plus direct avec la sécurité alimentaire. La dépendance au gaz naturel du procédé Haber-Bosch implique que toute perturbation énergétique se transmet mécaniquement aux coûts agricoles. Ce lien direct entre énergie et alimentation est l'un des canaux les plus puissants de propagation d'un choc Ormuz. Ce qui apparaît ici, ce n'est pas une accumulation de marchés, mais une architecture de dépendance croisée.

Graphique 2 — Prix du gaz européen, en euro par mégawatt heure



Edmond de Rothschild, Refinitiv

Le long terme : vers un nouveau régime de marché ?

C'est à ce stade que la question du cycle se pose réellement. **Tous les chocs ne produisent pas des cycles haussiers durables. L'histoire montre que seuls ceux qui modifient les anticipations d'offre, d'investissement et de sécurité énergétique produisent des changements de cycle.** Les années 2000 avaient été marquées par un supercycle tiré par la demande chinoise. Les années 2010 ont vu un ajustement lié à l'expansion du pétrole de schiste américain. Aujourd'hui, le système semble entrer dans une configuration différente. Le sous-investissement dans l'extraction, estimé à plusieurs centaines de milliards de dollars sur la dernière décennie dans le secteur énergétique, limite la capacité d'ajustement de l'offre. La transition énergétique crée de nouvelles tensions sur certains métaux. La fragmentation géopolitique complexifie les chaînes d'approvisionnement et dans ce contexte, Ormuz agit comme un révélateur qui ne crée pas ces tensions, mais les rend visibles et les accélère. La question n'est donc pas de savoir si un blocage provoque une hausse des prix mais de savoir s'il modifie durablement les anticipations.

Le risque d'erreur : confondre pic et cycle

Le principal risque d'analyse réside dans la confusion entre un pic de tension et un changement de régime. La différence peut sembler théorique, mais elle est en réalité déterminante. Un pic est une réaction violente à un choc identifié ; un cycle est une transformation plus profonde des anticipations, des structures de coûts et des comportements économiques. Le premier se mesure en jours ou en semaines ; le second s'inscrit dans la durée. L'histoire des matières premières montre que cette distinction repose moins sur l'ampleur du choc initial que sur sa capacité à se diffuser.

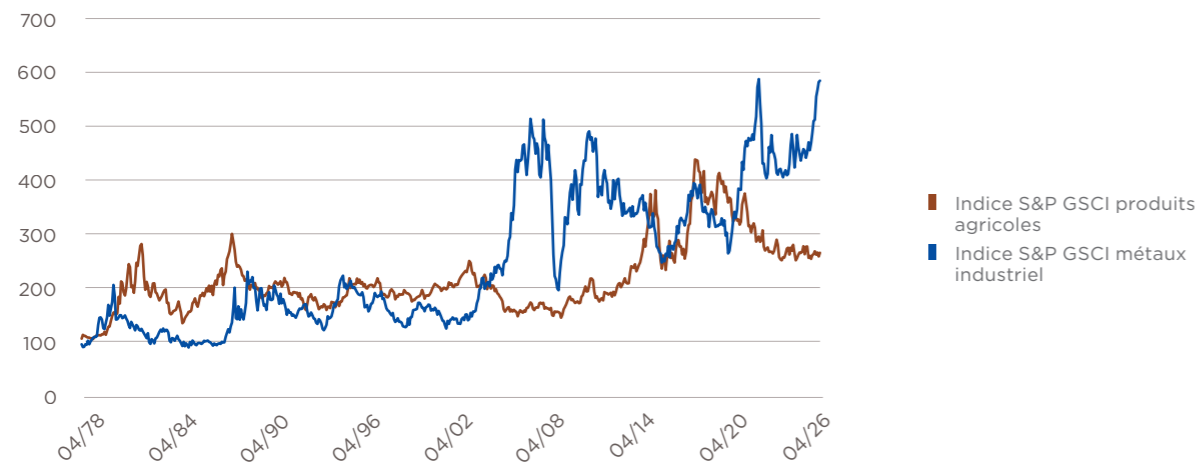
Les chocs des années 1970 en offrent une illustration fondatrice. Le prix de l'énergie a été multiplié à plusieurs reprises en quelques années. Le choc s'est transmis à l'ensemble du système : inflation mondiale en forte hausse, tensions sur les matières premières industrielles, et renchérissement des intrants agricoles. Le prix du blé a été multiplié par plus de deux entre le début et le milieu de la décennie, les métaux industriels ont connu des hausses marquées, et surtout, l'ensemble du système productif s'est réorganisé autour de nouveaux coûts énergétiques. Ce n'était plus un choc sectoriel, mais un changement de régime global. À l'inverse, certains épisodes spectaculaires restent confinés. La crise du Golfe de 1990 a provoqué une envolée rapide des prix de l'énergie, mais son impact sur les autres matières premières est resté limité dans le temps. Les marchés agricoles et industriels se sont rapidement normalisés, car la perception dominante restait celle d'un choc temporaire. La fluidité du système, bien que perturbée, n'avait pas été remise en cause durablement.

Ce contraste apparaît aussi dans les épisodes plus récents. En 2008, la hausse généralisée des matières premières a pu donner l'illusion d'un nouveau supercycle. Le pétrole, les métaux et les produits agricoles ont tous atteint des niveaux historiquement élevés. Le cuivre a dépassé les 8 000 dollars la tonne, le blé a atteint des sommets, et les indices de matières premières ont enregistré des performances



exceptionnelles. Pourtant, cette dynamique s'est brutalement inversée avec la crise financière. Le mouvement était puissant, mais il reposait sur une demande cyclique plus que sur une transformation structurelle : il s'agissait d'un sommet de cycle et non d'un nouveau régime.

Graphique 3 — Indices S&P GS des matières premières, en dollars



Edmond de Rothschild, Refinitiv

A contrario, la période 2021–2022 présente des caractéristiques différentes. Le choc initial, énergétique et logistique, s'est diffusé à l'ensemble des matières premières. La Banque mondiale estimait alors que les prix de l'énergie augmenteraient de plus de 50%, mais l'élément clé résidait ailleurs : les prix non énergétiques progressaient d'environ 20%, les métaux industriels de 16%, et les produits agricoles de plus de 40% pour des cultures comme le blé. Cette diffusion est le marqueur central d'un changement de régime. Surtout, après le pic, les prix ne sont pas revenus à leurs niveaux antérieurs, mais se sont stabilisés sur un plateau plus élevé.

Ce point est essentiel. **Un pic de tension produit un mouvement violent mais transitoire. Un cycle laisse des traces.** Il modifie durablement les structures de coûts, les stratégies d'approvisionnement et d'investissement. Dans les métaux, cela se traduit par des délais d'ouverture de nouvelles capacités qui s'allongent. Dans l'agriculture, par des arbitrages de cultures et des ajustements de production. Dans la chimie, par des relocalisations ou des fermetures temporaires de capacités.

Les épisodes plus ciblés permettent également de tester cette grille de lecture. L'attaque d'Abqaiq en 2019 a provoqué un choc immédiat mais isolé. Les prix ont fortement réagi, puis rapidement corrigé.

À l'inverse, les tensions sur le gaz en 2021–2022 ont entraîné une contraction de la production d'engrais, une hausse des coûts agricoles et des prix alimentaires mondiaux. Le choc initial s'était transformé en onde systémique.

C'est ici que le critère décisif apparaît. **Un pic se caractérise par une intensité élevée mais une faible diffusion. Un cycle, au contraire, se reconnaît à sa capacité à traverser les marchés.** Il commence dans un segment — souvent l'énergie ou la logistique — puis se propage vers les métaux, l'agriculture, la chimie et, finalement, vers les prix à la consommation. La distinction repose donc moins sur le niveau des prix que sur la structure de leur évolution. Tant que les marchés restent segmentés, le choc demeure transitoire. Lorsqu'ils deviennent corrélés, le régime change. La vraie question n'est donc pas de savoir si les prix montent fortement, car ils montent presque toujours lors d'un choc. La question est de savoir si cette hausse se diffuse et s'installe dans le temps. Si les coûts de production restent durablement plus élevés, si les chaînes d'approvisionnement se réorganisent, si les comportements d'investissement évoluent, alors le pic devient cycle.

C'est précisément ce basculement qu'un choc sur un point critique comme le détroit d'Ormuz pourrait déclencher. Non pas en raison de l'ampleur immédiate des volumes concernés, mais parce qu'il toucherait simultanément des flux énergétiques, industriels et agricoles. **Et c'est dans cette capacité de diffusion que se joue la frontière entre un choc et un régime.**

Ormuz, ou la fin de l'illusion de fluidité

Un blocage du détroit d'Ormuz ne doit pas être analysé comme un simple choc pétrolier. Il constitue véritablement un test de la robustesse du système économique mondial. Il révèle que la fluidité des échanges repose sur un nombre limité de points critiques, et que leur perturbation peut produire des effets en cascade, bien au-delà du marché de l'énergie. Dans les matières premières, les cycles ne commencent pas lorsque la pénurie est visible, mais lorsque la normalité cesse d'être crédible. Ormuz, en ce sens, ne se réduit pas à un détroit : il incarne un point de bascule potentiel. Or, ce sont fréquemment de tels points de bascule qui font naître les cycles.

Ainsi, plus le conflit dure, plus la prime de risque géopolitique que devra intégrer le prix après la fin de la guerre sera importante. Dès lors, la durée tout comme la nature et l'ampleur du choc pourraient marquer durablement l'évaluation que les investisseurs font de cette prime géopolitique. La fin du conflit pourrait donc se traduire par un recul du prix de l'or noir, sans pour autant assister à un retour au prix d'avant crise, du fait de l'accroissement de cette prime. Il faut toutefois garder à l'esprit que chaque matière première a aussi son propre parcours. Par exemple, le prix du gaz naturel en Europe pourrait être durablement plus impacté que le prix d'autres matières premières, du fait que les stocks étaient déjà historiquement faibles début mars. Au-delà des fortes relations qui lient les matières premières entre elles, il faut aussi considérer les spécificités propres à chaque produit, qui influencent l'évolution de leurs cours.



Luminaire, salle de dégustation, Château Clarke, Llistrac-Médoc, France.



Un conflit géopolitique qui change la donne

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

Le récent conflit au Moyen-Orient a bouleversé la situation ex ante d'une économie mondiale résiliente profitant de baisses de taux et de la dynamique de l'intelligence artificielle (IA). Si nous privilégions toujours le scénario d'une désescalade à moyen terme et non celui d'un conflit à long terme, les conséquences sur les secteurs pourraient à la marge pénaliser la consommation et les entreprises minières et doper les pétrolières et les services aux collectivités. Un rebond des titres est néanmoins attendu dans le cadre d'une résolution du conflit et de fondamentaux solides pour les actions.

Quelle était la situation avant le conflit ?

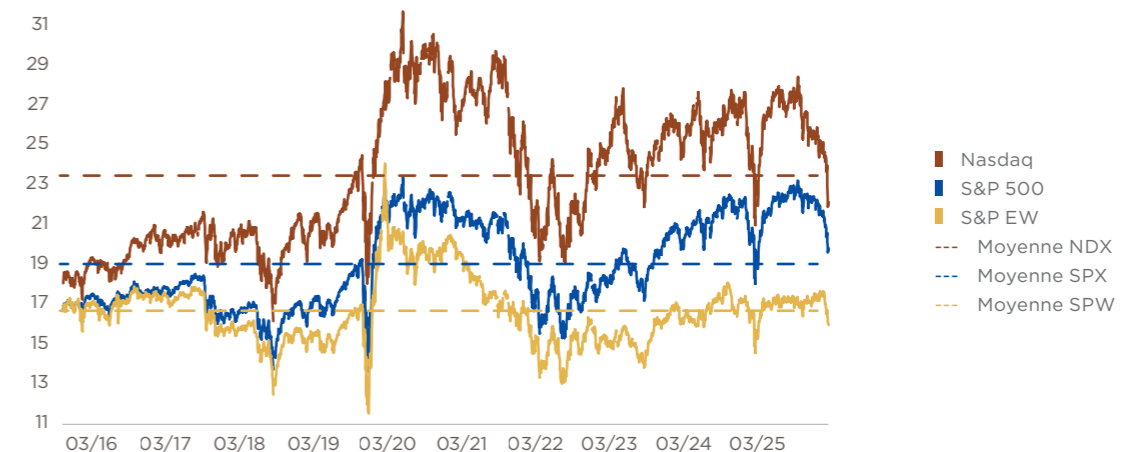
En début d'année 2026, les marchés s'étaient positionnés en prévision de rotation cyclique, avec une économie américaine résiliente portée par des baisses de taux, une économie européenne en rebond dans un environnement de taux stables et une amélioration de la déflation chinoise laissant entrevoir un rebond tant attendu des bénéfices. Les grandes capitalisations sous-performaient les petites, les investisseurs arbitraient du secteur technologique vers les valeurs cycliques plus générales, et des actions américaines vers les actions européennes, japonaises et des marchés émergents. Le principal moteur de cette dynamique – une combinaison favorable de croissance et d'inflation – est désormais menacé, même si les marchés continuent d'espérer une résolution graduelle du conflit.

Quel changement avec le conflit ?

Depuis mars la donne a changé, en raison du conflit au Moyen-Orient. Ce qui avait été initialement présenté comme une « perturbation de courte durée » dure désormais depuis plusieurs semaines et l'Irak a renforcé sa position en bloquant le détroit d'Ormuz dès les premières semaines du conflit. Les dégâts causés aux infrastructures énergétiques sont à ce jour considérables : environ 20% de la capacité gazière du Qatar est hors service et prendra des années à être réparée, près de 20% des flux mondiaux de pétrole et de gaz ont été encore entravés par la fermeture du détroit d'Ormuz, et le Koweït, l'Irak, l'Arabie saoudite, le Qatar et les Émirats arabes unis ont tous fermé des gisements de pétrole et de gaz ainsi que des raffineries.

Le résultat : des attentes de hausses de taux en Europe alors que la stabilité ou des baisses étaient prévues, la révision des attentes de baisses de taux aux États-Unis, et des conséquences sur les entreprises, comme la diminution des investissements et de la production à forte intensité énergétique (chimie, engrais, matériaux, etc.). L'incertitude accrue remet également en cause les dépenses de consommation et entraîne un effet d'éviction, les dépenses énergétiques plus élevées se faisant au détriment de celles consacrées à d'autres biens et services. De ce fait, les marchés ont corrigé en mars, et les secteurs exposés aux coûts de l'énergie ainsi qu'aux taux ont sous-performé, avant une reprise en avril après le cessez-le-feu, les marchés s'attendant à un conflit enlisé mais sans nouvelle escalade.

Graphique 1 – Ratio cours/bénéfices prévisionnel pour 2026 du S&P 500, du NDX 100 et du S&P 500 équilibré



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Quelles perspectives pour les investisseurs ?

Comme expliqué plus en détail dans l'article en page 38, les marchés financiers commencent historiquement à réagir négativement à l'éclatement d'un conflit, puis ils tendent à se stabiliser lorsqu'une désescalade apparaît. À terme, au fur et à mesure qu'un espoir de cessez-le-feu se précise, le marché actions tend à récupérer ses pertes. Nous anticipons une volatilité boursière à court terme avec une surperformance des valeurs défensives, suivie d'une reprise à moyen terme tirée par les valeurs cycliques.

Cela dit, le « monde d'après » ce nouveau conflit au Moyen-Orient devrait être différent du monde d'avant de février 2026. En effet, le pétrole pourrait potentiellement conserver durablement une prime géopolitique. Or, une hausse de 30% des prix de l'énergie réduit historiquement les dépenses discrétionnaires réelles d'environ 10%.

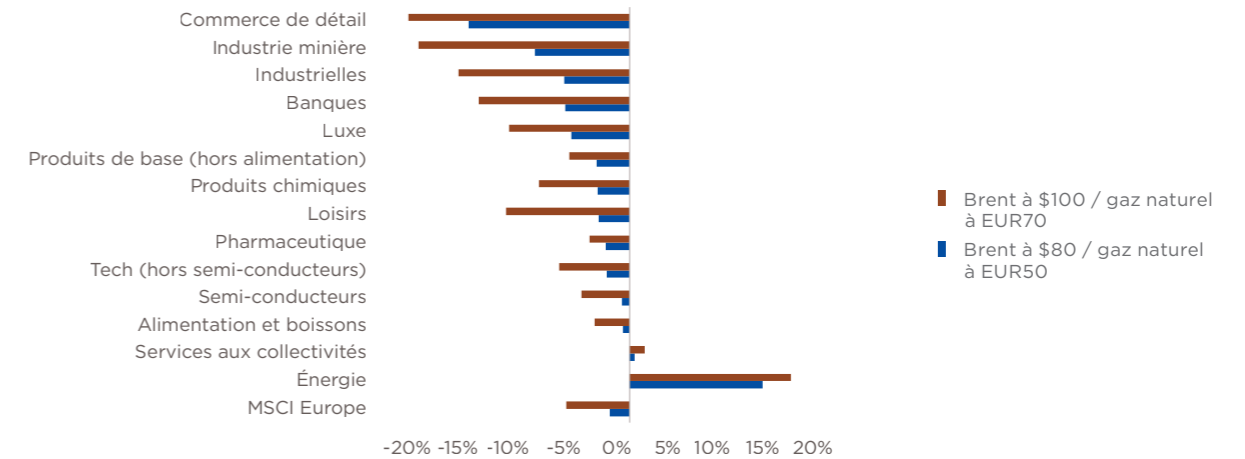
Toutefois, cette relation est instable dans le temps, et l'intensité énergétique de la plupart des économies a fortement diminué au cours des cinquante dernières années. Cependant, même avec une consommation à la baisse, les marchés financiers restent soutenus par plusieurs facteurs :

- L'«option put¹» de Donald Trump est toujours attendue en cas d'impact négatif important sur le S&P 500,
- Le marché s'inquiète davantage de l'inflation et des mesures budgétaires que de la croissance, ce qui est favorable aux actions par rapport aux classes d'actifs comme les obligations,
- Les estimations de bénéfices par action sont en hausse, grâce notamment aux révisions toujours positives dans la technologie grâce aux investissements dans l'IA et la remontée des indices de confiance des directeurs d'achat dans l'industrie ou PMI industriels,
- Les valorisations sont plus abordables : le S&P 500 est revenu à des valorisations moyennes, alors qu'il était au-dessus de sa médiane depuis mai 2025,
- La situation reste différente de celle de 2022 : le choc est seulement énergétique, alors qu'en 2022 il se combinait à la croissance post Covid, aux problèmes de la chaîne d'approvisionnement et aux programmes « quoi qu'il en coûte » des États. De plus, la production énergétique américaine est plus élevée, l'intensité énergétique moindre, et l'Europe a diversifié ses approvisionnements de pétrole et de gaz. L'environnement actuel est donc moins inflationniste avec un moindre rebond économique qu'en 2022.

Des prix plus élevés pendant longtemps pour le pétrole et le gaz européen pourraient avoir des conséquences sur certains secteurs. La distribution et les sociétés minières seraient les plus touchés par un pétrole durablement plus cher. En revanche, les secteurs de l'énergie et des services aux collectivités devraient profiter d'une telle situation.



Graphique 2 — Impact de la hausse des prix du pétrole et du gaz naturel sur le bénéfice par action (BPA) des entreprises européennes, en pourcentage



Edmond de Rothschild, Barclays

Ainsi, tout en anticipant une volatilité toujours élevée à court terme, nous demeurons constructifs sur les actions à moyen terme. Ceci, d'autant que les attentes de hausses de taux même normalisées depuis leur pic en mars, apparaissent toujours exagérées à ce stade, la situation étant bien différente de celle de 2022. Les investisseurs qui craignent un conflit long peuvent faire le choix de diversifier leurs portefeuilles d'actions en réduisant l'exposition au secteur de la consommation discrétionnaire, en anticipation de cours de l'énergie structurellement plus élevés. Le secteur technologique (hors logiciels, voir article suivant) a par ailleurs surperformé depuis le début du conflit du fait de sa dynamique liée à l'IA, ce qui justifie d'y rester exposé. Des thèmes de plus long terme comme la résilience, le rebond européen, l'IA ou la consommation des jeunes générations (voir dossier spécial) pourraient également être intéressants à long terme, la volatilité actuelle constituant un point d'entrée sur ces tendances.

¹ L'option put est une option de vente à terme à un montant prédéfini. Le put prend de la valeur quand les marchés baissent car l'option de vente à un prix prédéfini prend de la valeur avec des niveaux de marché plus bas. Par extension, les interventions passées de Donald Trump en cas de chute trop importante des marchés actions américains ont eu le même impact qu'une option put, soit protéger les portefeuilles des baisses de marché.



Intelligence artificielle et logiciels : risque de disruption profonde ou excès de marché ?

Anthony Toupin

Senior Research Analyst, Global Investment Research

Alors que l'infrastructure d'intelligence artificielle (IA) et les semi-conducteurs captent l'essentiel de la chaîne de valeur du supercycle de dépenses de l'IA, le secteur des logiciels entame une mue profonde. L'émergence de l'IA agentique¹ redéfinit les flux de travail et menace les acteurs historiques incapables de protéger leurs marges. Pour les investisseurs, la période de croissance linéaire s'achève : la réussite dépend désormais de la capacité des entreprises à transformer l'IA en un avantage concurrentiel durable et monétisable.

2026 : L'année du découplage technologique

Depuis le début de l'année 2026, le secteur technologique a cessé d'évoluer comme un bloc homogène. Là où l'intelligence artificielle était encore récemment perçue comme un soutien généralisé à la croissance du secteur, elle agit désormais comme un facteur de différenciation. Cette nouvelle phase oppose de plus en plus nettement, d'un côté, les acteurs de l'infrastructure de l'IA, notamment les valeurs de semi-conducteurs, qui bénéficient directement de l'augmentation des dépenses d'investissement, et, de l'autre, une large partie du secteur des logiciels, confrontée à une remise en cause plus structurelle de son modèle économique.

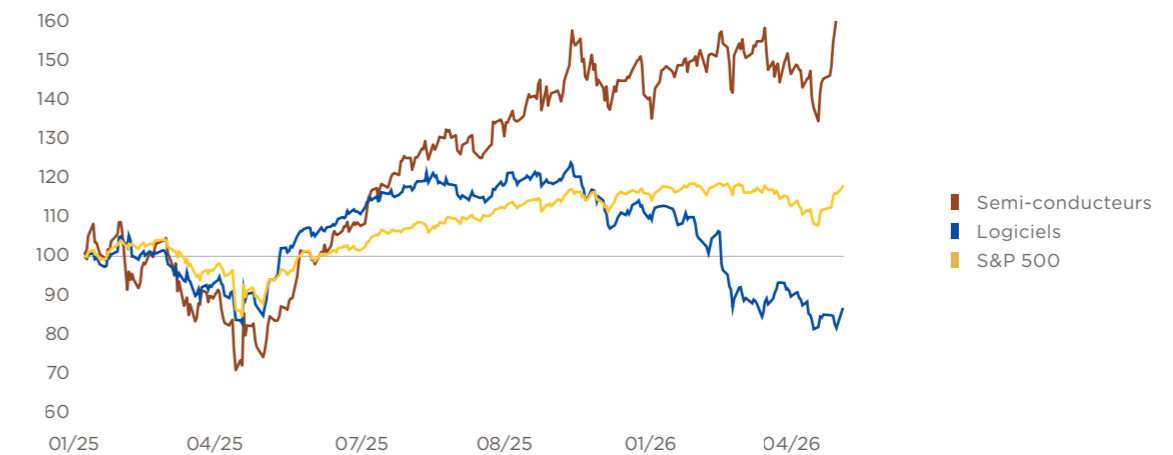
Le point de rupture n'est pas l'IA générative en tant que telle, mais la montée en puissance de l'IA agentique. Celle-ci ne se contente plus d'assister l'utilisateur ou d'enrichir un outil existant mais tend à exécuter elle-même des tâches complexes, à naviguer entre applications, à orchestrer des processus et, à terme, à se substituer à certains logiciels traditionnels. En d'autres termes, le marché commence à intégrer l'idée que l'IA ne sera pas seulement une couche additionnelle de productivité, mais potentiellement un nouveau point d'entrée dans les flux de travail, capable de contourner ou d'affaiblir l'utilité des applications SaaS².

C'est précisément cette bascule qui explique la brutalité de la correction observée sur le secteur des logiciels. Le marché ne sanctionne plus seulement un ralentissement cyclique de la croissance ou une tension sur les valorisations, mais revalorise à la baisse la durée de rente de certains modèles d'affaires. En effet, historiquement, le logiciel a été valorisé pour la stabilité de ses revenus récurrents, la visibilité de ses marges, la linéarité de sa génération de trésorerie et sa faible intensité capitalistique. Ce cadre est désormais contesté par la perspective qu'un agent IA puisse accomplir le travail de plusieurs utilisateurs, fragilisant ainsi les modèles de tarification historiques.

¹ L'IA agentique désigne des systèmes d'intelligence artificielle autonomes capables de définir des objectifs, de planifier des tâches complexes et de les exécuter en interagissant avec des outils externes, le tout avec une supervision humaine minimale.

² SaaS : *Software as a Service* ou logiciel en tant que service, facturé de manière récurrente par utilisateur sur une période fixe renouvelable.

Graphique 1 — Le secteur des logiciels sous-performe largement celui des semi-conducteurs depuis fin 2025
Performance du secteur des logiciels vs. semi-conducteurs américains par rapport au S&P 500, base 100 en janvier 2025



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Deux types de sociétés de logiciels

Cette remise en cause n'impacte toutefois pas tous les segments avec la même intensité. Les logiciels horizontaux, peu différenciés, centrés sur des fonctions génériques de rédaction, de synthèse, d'assistance, d'automatisation simple ou d'interface utilisateur, apparaissent aujourd'hui comme les plus exposés. Leur valeur peut être plus rapidement reproduite par des agents intelligents proposant des offres concurrentes à moindre coût. À l'inverse, les plateformes verticales, adossées à des données propriétaires, profondément intégrées aux flux de travail critiques des entreprises, réglementées ou complexes à remplacer, conservent des barrières à l'entrée plus robustes.

Le logiciel : une structure en cinq couches clés

Pour comprendre la hiérarchie du risque à travers l'écosystème des logiciels, il faut revenir à la structure même de ce dernier. Celui-ci repose sur cinq piliers : (1) l'interface utilisateur (2) l'API³ (3) la logique métier (4) la base de données et (5) l'infrastructure d'hébergement. Or, tous ne sont pas touchés de la même manière par l'essor de l'IA agentique. L'interface est sans doute la couche la plus menacée, car un agent capable d'exécuter une action à partir d'une simple instruction réduit mécaniquement la valeur d'un tableau de bord sophistiqué. La logique métier est également exposée quand des règles figées dans le logiciel peuvent être reproduites, de façon plus souple, par une IA qui raisonne. En revanche, les bases de données propriétaires, la qualité des accès aux données, les enjeux de gouvernance, de traçabilité, de sécurité et, plus encore, l'infrastructure physique de calcul apparaissent nettement plus défensifs.

³ API : *Application Programming Interface* ou Interface de programmation d'application, est un ensemble de règles et de protocoles permettant à deux logiciels ou services de communiquer et d'échanger des données.



ACTIONS

Cette grille de lecture permet aussi d'éviter un écueil fréquent dans les phases de rupture technologique : la généralisation excessive. Certes, l'IA peut théoriquement attaquer de nombreux métiers fondés sur l'intermédiation de l'information, qu'il s'agisse du support client, de certaines fonctions juridiques, de la conformité, du marketing, de l'analyse ou encore de plusieurs services administratifs. Mais la possibilité technologique n'équivaut pas automatiquement à une réalité économique à grande échelle. Entre la démonstration d'un usage et son déploiement massif se dressent des contraintes de régulation, de responsabilité, d'intégration système, de gouvernance et de fiabilité. Autrement dit, la peur de disruption peut se propager très vite dans les marchés, alors que la disruption elle-même se matérialise souvent de manière plus progressive, plus coûteuse et plus hétérogène.

C'est la raison pour laquelle il convient de conserver une lecture pragmatique de la situation : historiquement, les changements de paradigme technologique ont rarement produit des trajectoires linéaires. Internet n'a pas détruit instantanément la presse papier ; le *cloud* n'a pas effacé du jour au lendemain les anciens modèles logiciels ; et certaines entreprises ont su se réinventer (comme IBM ou Corning) quand d'autres ont échoué à adapter leur métier (comme Xerox ou Alcatel). Le véritable enjeu n'est donc pas de désigner trop tôt les gagnants et les perdants définitifs, mais d'identifier les segments où le ratio risque / rendement s'est véritablement dégradé, face à ceux où la correction de marché a peut-être dépassé la réalité fondamentale.

La disruption de l'IA fait néanmoins face à des limites

À ce stade, il existe en effet plusieurs limites au scénario d'un remplacement généralisé des logiciels par l'IA. D'abord, les grands modèles de langage restent fondamentalement probabilistes (sujet à des variations aléatoires), alors qu'une grande partie des logiciels d'entreprise s'inscrit dans des flux de travail déterministes (sur la base de règles établies et fiables), où la répétabilité, la vérifiabilité et la fiabilité sont essentielles. Ensuite, acheter un logiciel ne revient pas à acheter uniquement du code. C'est aussi acheter une responsabilité, un gage de qualité et d'authenticité, un service d'implémentation, une maintenance, une conformité aux normes en vigueur, des mises à jour régulières et une forme de transfert de risque vers l'éditeur. Enfin, les acteurs les plus solides disposent souvent de données métiers propriétaires accumulées sur de longues périodes, particulièrement dans des secteurs comme la santé, l'assurance, la finance ou le juridique, où ces actifs restent difficiles à répliquer.

Infrastructure IA : le gagnant à moyen terme

Pendant que le marché réévalue durement le logiciel, les semi-conducteurs et les valeurs exposées à l'infrastructure IA continuent, elles, de bénéficier d'un soutien structurel. Dans la phase actuelle, l'IA est d'abord une vague de construction : centres de données, serveurs, GPU⁴ (*Graphics Processing Unit*), réseaux, mémoire, stockage, énergie, refroidissement et capacités industrielles forment la base matérielle sans laquelle aucune monétisation applicative n'est possible. À ce titre, ces acteurs continuent d'apparaître comme

⁴ GPU : Un GPU (*Graphics Processing Unit*), ou processeur graphique, est un circuit intégré électronique spécialisé conçu pour accélérer le traitement d'images, le rendu 2D/3D et les calculs mathématiques parallèles.

les « pelles et pioches » de la ruée vers l'or de l'IA. Quel que soit le gagnant final au niveau applicatif, une partie de cette infrastructure devra être financée, construite et déployée.

Cette dynamique est renforcée par un mécanisme de cercle vertueux : à mesure que les coûts d'inférence⁵ diminuent, les cas d'usage se multiplient, l'adoption s'accélère et les besoins en capacité de calcul, donc d'infrastructure, progressent. C'est pourquoi le marché a fini par requalifier certaines baisses de coûts non comme des menaces, mais comme des catalyseurs d'adoption. Dans ce cadre, les sociétés exposées aux infrastructures avancées d'IA et aux goulets d'étranglement de la chaîne de valeur restent les mieux positionnées.

La sélectivité devient le mot clé au sein du secteur technologique

De notre point de vue, la correction du secteur des logiciels ne doit donc pas être lue comme un accident ponctuel, mais comme l'entrée dans un nouveau régime de sélection. Le marché devient plus exigeant sur la qualité des actifs, la profondeur de l'intégration, la propriété des données, la capacité à transformer l'IA en avantage concurrentiel et la résilience du modèle de monétisation. La période durant laquelle la croissance linéaire et les marges élevées suffisaient à justifier des primes de valorisation durables semble toucher à sa fin. Une nouvelle norme de valorisation, plus prudente et plus sélective, est ainsi en train de s'installer.

⁵ Inférence et entraînement (*training*) : L'entraînement de l'IA est la phase initiale du développement de l'IA, où un modèle apprend. L'inférence de l'IA, quant à elle, est la phase ultérieure où le modèle entraîné applique ses connaissances à de nouvelles données pour faire des prédictions ou tirer des conclusions.

Graphique 2 — La correction du secteur des logiciels est relativement historique : c'est la troisième fois en trente ans que le secteur affiche une décote par rapport au S&P 500

Différentiel (prime/décote) du P/E à 12 mois du secteur des logiciels américains vs. S&P 500, depuis 1996



Edmond de Rothschild, Bloomberg



Les modèles d'IA continueront de bénéficier de la loi des échelles⁶

À moyen et long terme, nous soulignons qu'il est fortement probable que l'IA surprenne de nouveau avec des fonctionnalités toujours plus puissantes et à moindres coûts. Alors que les modèles tels que Claude Cwork ou plus récemment Mythos d'Anthropic ont largement contribué à cette nouvelle norme de craintes de disruption, il est utile de rappeler que ces derniers, comme la plupart des modèles de pointe d'IA aujourd'hui, ont été entraînés sur les architectures de GPU et ASIC⁷ d'avant-dernière génération (ChatGPT est entraîné sur Nvidia Hopper, Google sur ses propres ASIC, Meta Spark sur Nvidia Hopper, Claude Anthropic sur un mix Nvidia Hopper, ASIC Google et AWS, et Mistral sur Nvidia Hopper). En outre, la dernière génération d'architecture de GPU Nvidia, qui reste le leader incontesté en matière de puissance de calcul pour l'entraînement de modèles, soit la plateforme Blackwell, est utilisée aujourd'hui pour entraîner les futurs modèles d'IA qui sortiront dans les 6 à 12 prochains mois. À titre d'information, l'architecture Blackwell propose de 2 à 5 fois les performances de l'architecture précédente Hopper pour l'entraînement des modèles, et propose une performance près de 30 fois plus puissante pour l'inférence des modèles. De ce fait, l'intelligence des modèles d'IA devrait continuer à s'accroître en fonction de la puissance de calcul et du matériel sous-jacent sur laquelle ces derniers sont entraînés, mécanisme autrement appelé la loi des échelles. Ceci devrait se traduire en une hausse continue des capacités offertes par l'IA générative et agentique, que ce soit sur le marché des consommateurs (utilisation par un individu pour son propre compte) et de l'entreprise, d'où la crainte des marchés d'une disruption du secteur des logiciels traditionnels.

Dans ce contexte, nous préférons rester vigilants à l'égard du secteur des logiciels en privilégiant au sein de ce dernier les valeurs ayant une position de marché peu à risque, c'est-à-dire ayant de préférence un modèle verticalisé, possédant des données propriétaires, impliquant un coût de remplacement élevé pour leurs clients ainsi qu'une capacité à monétiser l'IA sans cannibaliser leur pouvoir de tarification, et dont les valorisations reflètent des attentes de contraction des taux de croissance exagérées par rapport à la réalité future. Nous restons prudents sur les segments où la fonctionnalité est facilement reproductible, la différenciation est faible, le modèle est strictement basé sur la tarification par utilisateur, et où l'IA agentique peut remplacer les flux de travail.

Nous restons constructifs sur la thématique de l'intelligence artificielle

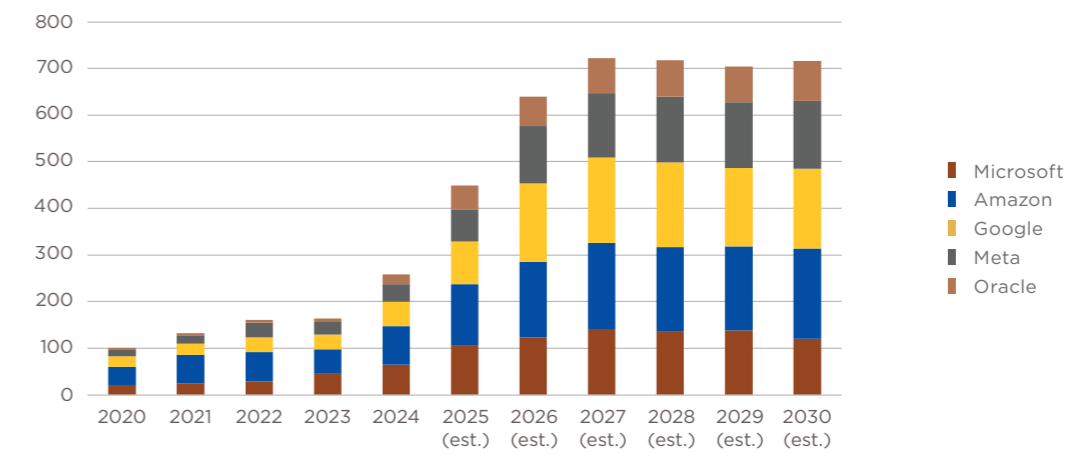
Notre lecture de long terme reste néanmoins constructive sur l'intelligence artificielle dans son ensemble. La progression des architectures matérielles, la montée en puissance de la capacité de calcul et la loi des échelles suggèrent que les modèles d'IA continueront à gagner en performance. Cette trajectoire devrait soutenir durablement les dépenses d'infrastructure, tout en accentuant la pression concurrentielle sur les segments logiciels les plus fragiles. Dans ce contexte, les investisseurs doivent plus que jamais devenir sélectifs au sein du secteur des logiciels : éviter les sociétés horizontales dont les fonctions sont facilement

reproductibles et privilégier les plateformes verticales possédant des actifs propriétaires, dont les coûts de remplacement sont élevés et qui sont capables d'utiliser l'IA comme levier stratégique plutôt que de la subir comme facteur de banalisation de leurs services.

En conclusion, la divergence actuelle entre semi-conducteurs et logiciels reflète moins une opposition conjoncturelle qu'une requalification plus profonde de la chaîne de valeur technologique. D'un côté, l'infrastructure capte la visibilité des dépenses et des revenus tangibles. De l'autre, une partie des logiciels voit sa rente historique remise en cause. Le marché exagère sans doute à court terme la vitesse et l'ampleur de certaines disruptions, car ce sont des mouvements de moyen et long terme. Mais il a probablement raison sur un point essentiel : l'IA rendra la discrimination plus importante, et l'allocation indifférenciée au sein du secteur logiciel, et par extension au sein du secteur technologique, plus risquée qu'auparavant.

Graphique 3 — Les grandes sociétés de Cloud américaines (hyperscalers) sont attendues à dépenser plus de 3 trillions de dollars en infrastructure IA d'ici 2030

Dépenses en capitaux fixes attendues par le marché pour les principaux hyperscalers américains, en milliards de dollars



Edmond de Rothschild, Bloomberg

⁶ Les lois d'échelle décrivent comment les performances d'un modèle évoluent en fonction de l'augmentation des données, des paramètres et de la puissance de calcul. En général, les modèles plus volumineux, entraînés sur des données de meilleure qualité, offrent de meilleures performances.

⁷ ASIC : Les circuits intégrés spécifiques à une application (*Application Specific Integrated Circuit*) sont des puces spécialisées conçues pour une seule tâche, offrant une efficacité énergétique et une puissance de calcul supérieures. Ils diffèrent des GPU, plus polyvalents.



Investir en période de conflit

Hervé Prettre

Head of Global Investment Research

L'histoire du marché actions pendant les conflits depuis la Seconde Guerre mondiale montre une tendance récurrente : le marché opère une chute après le début du conflit, puis une stabilisation se dessine dès que les investisseurs anticipent une désescalade. Le marché rebondit à mesure qu'un arrêt des hostilités apparaît de plus en plus probable. Le conflit en Iran devrait obéir aux mêmes règles : une désescalade et une perspective de paix sont nécessaires pour un rebond des marchés actions.

Le conflit entre les États-Unis, Israël et l'Iran initié le 28 février dernier a finalement impacté toute la région du Moyen-Orient et s'est installé sur une période plus longue que prévue. Malgré l'enlisement des négociations au moment de la rédaction de cet article, les investisseurs se rassurent avec la poursuite des échanges et des propositions de la part de l'Iran et des États-Unis, dans un contexte où le cessez-le-feu ne semble pas remis en cause. On s'achemine vers un règlement graduel, entrecoupé d'inquiétudes sur la poursuite de la fermeture du Détroit d'Ormuz. Quelles perspectives peuvent actuellement être entrevues ? À plus large échelle, comment réagissent les actions historiquement pendant les conflits ?

Dans le cas du conflit iranien, les marchés actions et obligataires ont tout d'abord réagi négativement en raison du risque géopolitique et de la hausse des cours de l'énergie. Un pétrole et un gaz naturel durablement plus élevés par suite des destructions de capacités entraînent à leur tour une hausse des risques d'inflation et des attentes de hausses de taux, comme en 2022 après l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Au sein des actions, les secteurs cycliques, en particulier ceux qui dépendent des prix du pétrole (tourisme, voyages, consommation discrétionnaire) ont été mis sous pression, tandis que les valeurs de l'énergie ont affiché des rendements positifs. Certains secteurs défensifs, tels que les services de communication et les services aux collectivités, ont surperformé les indices généraux. L'Europe a été davantage impactée en raison du caractère plus cyclique de ses indices et de sa dépendance au pétrole Brent en provenance du Moyen-Orient, tandis que les États-Unis consomment davantage leur propre production et que le S&P 500 est moins cyclique que le Stoxx 600.

Comment les investisseurs réagissent-ils historiquement en période de conflit ?

Les marchés commencent à réagir négativement à l'éclatement d'un conflit. En moyenne, les marchés perdent 9% à partir du début d'une guerre, les secteurs cycliques sensibles à l'économie affichant les plus grandes pertes. L'intensité du conflit calibre les pertes du marché :

après l'attaque de Pearl Harbor en 1941, le S&P 500 a perdu jusqu'à 20% de sa valeur, 13% au début de la guerre de Corée en 1953 et 15% lors de la première guerre du Golfe en 1990.

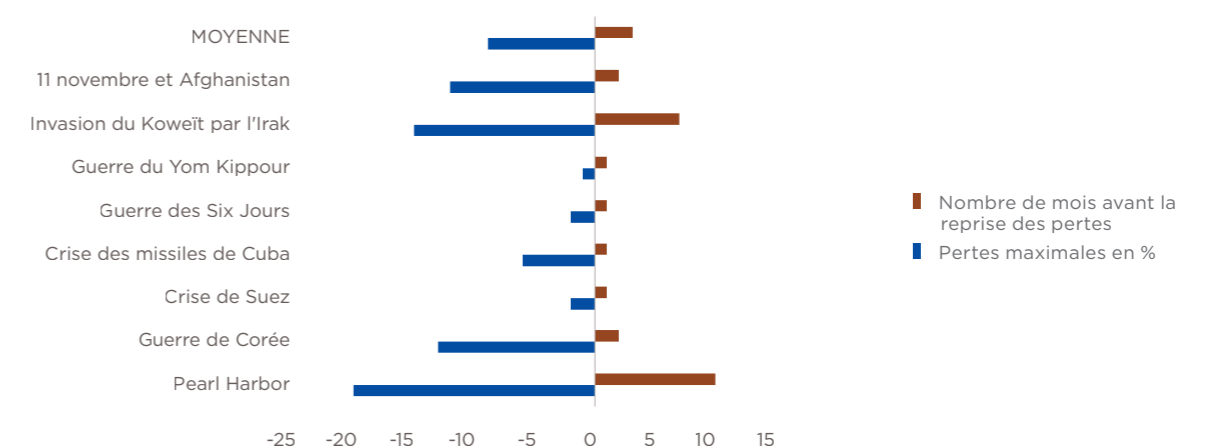
Puis les marchés tendent à se stabiliser lorsqu'une désescalade apparaît, ou du moins lorsque que la situation arrête de se dégrader.

Ce fut le cas avec la bataille de Midway de juin 1942, remportée par les États-Unis, qui a stoppé net l'avancée japonaise. La situation fut identique en octobre 1991, lorsque les États-Unis ont obtenu l'alliance de nombreuses nations pour l'opération Tempête du Désert en Irak et la neutralité des Soviétiques.

À terme, au fur et à mesure qu'un cessez le feu est entrevu, le marché actions tend à récupérer ses pertes.

Ce fut le cas près de vingt mois après Pearl Harbor, à la suite de la seconde victoire navale des États-Unis contre le Japon à Guadalcanal. Ce fut aussi le cas lorsque l'opération militaire Tempête du Désert en 1991 révéla que l'Irak ne résisterait pas aux assauts de la coalition, bien que son armée ait été à l'époque considérée comme la quatrième armée du monde. Lors de la seconde guerre du Golfe, la reprise du S&P 500 a commencé en avril 2003 après la chute de Saddam Hussein. **Les marchés ont besoin en moyenne de trois mois avant de recouvrer leurs pertes.** De plus, depuis 1945, ils terminent en moyenne 9% plus haut dans les douze mois après l'éclatement d'un conflit.

Graphique 1 — Pertes maximales et nombre de mois nécessaires pour compenser les pertes initiales



Edmond de Rothschild, Bloomberg

Quelles perspectives pour ce conflit ?

Nous estimons qu'un effondrement du régime actuel de la République islamique est peu probable. D'autre part, un conflit à long terme semble également peu probable, car cela ruinerait la popularité de Donald Trump et le pouvoir d'achat des Américains avant les élections de mi-mandat. La campagne actuelle devrait donc encore durer



ACTIONS

plusieurs semaines, mais le cessez-le-feu devrait être respecté, d'où absence d'escalade (sauf de court terme car chaque partie cherche à obtenir une position de force en vue des négociations) et mouvement graduel vers une résolution. Les autres États du Golfe qui sont touchés par la régionalisation des attaques pourraient également apporter leur soutien à la résolution de ce conflit. Enfin l'apaisement semble être une priorité pour Trump, car les conséquences politiques et économiques commencent à s'avérer trop négatives. Le temps joue à la fois contre Trump et contre le régime iranien, d'où la probabilité de résolution après plusieurs semaines.

Nous estimons que, comme lors des épisodes précédents de conflits majeurs, les marchés devraient progresser lorsqu'une résolution et une ouverture du Détroit d'Ormuz seront en vue, et afficher de bonnes performances dans les mois qui suivront la fin du conflit. Nous anticipons ainsi une volatilité boursière à court terme avec une surperformance des valeurs défensives, puis une reprise à moyen terme tirée par les valeurs cycliques. Les valeurs sensibles au cours du pétrole et aux taux des banques centrales, comme le luxe, les voyages, les sociétés financières, peuvent être accumulées sur faiblesse durant le conflit dans l'attente de leur surperformance espérée après un cessez-le-feu.

À moyen terme le conflit ne remet pas en cause notre vue constructive sur les actions. Nous restons donc légèrement positifs sur cette classe d'actifs. Une grande diversification des portefeuilles d'actions entre différents secteurs et le maintien d'une exposition aux valeurs défensives permettent de mieux traverser ces périodes. Pour les investisseurs capables d'en supporter le risque, il convient de renforcer les positions dans les valeurs plus cycliques, qui devraient surperformer lorsque le conflit prendra fin. Le scénario optimiste - bien que peu probable - d'ouverture à la reconstruction de l'Iran et de baisse marquée des prix du pétrole pourrait même offrir un nouveau catalyseur à la hausse des marchés actions.

Quand la guerre stimule l'innovation technologique

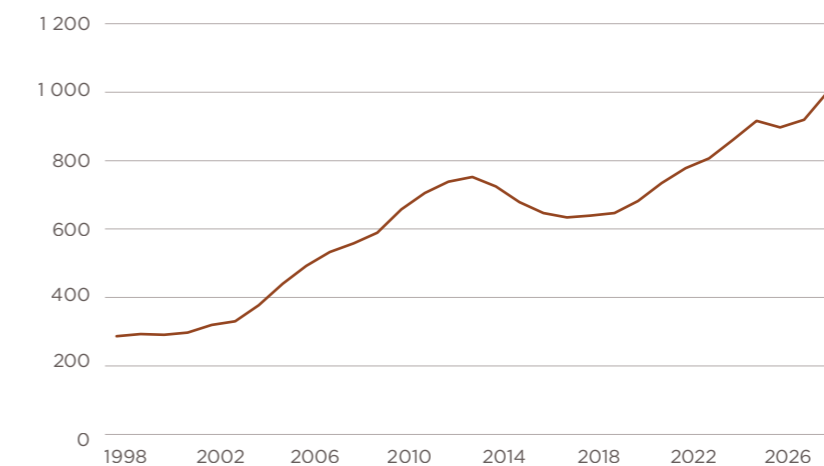
Sur le plan structurel, les conflits sont souvent des accélérateurs de développement, voire des incubateurs de nouvelles technologies, comme le sous-marin pendant la guerre de Sécession, le char d'assaut lors de la Première Guerre mondiale, le radar lors de la Seconde Guerre mondiale, les missiles Patriot utilisés pour la première fois lors de la guerre du Golfe de 1991, ou enfin les drones depuis la guerre en Ukraine. Le conflit actuel au Moyen-Orient montre que l'Iran peut bloquer le détroit d'Ormuz et atteindre des cibles dans les pays voisins avec des moyens limités, comme des drones peu évolués techniquement qui reviennent, selon les experts, à des coûts de production de 20 000 à 30 000 dollars par pièce. Le problème pour leur interception est le coût des missiles anti-drones, comme le missile Patriot qui coûte plus de 4 millions de dollars l'unité. Suite à cette expérience, de nouvelles techniques d'interception et d'abattage de drones sont à l'étude. Parmi celles-ci, le laser, qui, faute de puissance énergétique suffisante sur un lanceur décentralisé, n'a jamais pu être développé ces dernières décennies. Son développement pourrait être accéléré par une capacité de stockage d'énergie supérieure, des batteries

plus durables et une précision accrue, au point de constituer, selon plusieurs experts, la nouvelle panacée contre les drones militaires. Le laser pourrait à plus long terme voir son usage se généraliser dans des applications non militaires.

La difficulté pour les forces armées américaines d'accepter des pertes humaines ressort également de ce conflit, car aucune opération terrestre n'a été lancée par les États-Unis à la date de rédaction de cet article, alors que cela semblait nécessaire, pour de nombreux observateurs, pour accélérer la résolution de ce conflit. Les robots militaires, encore à l'étude, pourraient dès lors voir leur développement accéléré, que ce soit comme porteurs de matériel, comme démineurs, en mission de reconnaissance, et pourquoi pas, dans un avenir plus lointain, comme robots soldats. Ceci changerait la donne pour nombre d'opérations militaires, car cela signifierait potentiellement moins de pertes humaines, donc moins de réticence à l'intervention.

Une conséquence plus directe de la crise en Iran sera certainement la hausse des budgets militaires, des États-Unis d'une part, afin de reconstituer leurs stocks d'armes après le conflit, notamment de missiles, et des pays du Golfe voisins de l'Iran, cherchant à renforcer leurs moyens de défense et d'interception, d'autre part. Ceci est particulièrement le cas pour Dubaï, qui devra prouver sa capacité à protéger ses ressortissants et les étrangers aisés installés dans cette ville pour maintenir son attractivité. Un tel réarmement accompagne fréquemment la fin des conflits. La situation au Moyen-Orient pourrait donc avoir des effets durables, même après une désescalade et quelle que soit la durée des hostilités, en favorisant une accélération et un développement soutenu de ces secteurs.

Graphique 2 — Budget de défense des États-Unis par an, en milliards de dollars



Edmond de Rothschild, Macrotrends



Philippe Druillet (né en 1944), applique lumineuse, commande spéciale pour les salons de la banque, Paris, France.

Dossier spécial



Consommation de la jeune génération : mythes et réalités des tendances

Nadjat Hamrouni, CFA

Sustainable Investment Solutions Director

Darius Bakhtari

Research analyst, Global Investment Research

La consommation des jeunes générations, et en particulier de la Génération Z (ou Gen Z, personnes nées entre la fin des années 1990 et le début des années 2010), est souvent décrite comme paradoxale. D'un côté, ces consommateurs affichent pour la plupart des convictions fortes en matière de durabilité, d'éthique et de responsabilité environnementale. De l'autre, ils recourent massivement à des plateformes incarnant une consommation rapide, accessible et peu durable, aussi bien dans la *fast fashion* que dans la livraison de repas. Ce contraste apparent a longtemps été interprété comme une contradiction générationnelle. Pourtant, cette lecture tend à sous-estimer le rôle des contraintes économiques, technologiques et cognitives qui structurent désormais les décisions d'achat. En réalité, la consommation des jeunes est moins paradoxale qu'il n'y paraît : elle est rationnelle, arbitrée et contrainte, à l'intersection de trois forces majeures — le pouvoir d'achat, la digitalisation et les aspirations de bien-être et de durabilité. Les jeunes générations utilisent ce prisme dans leurs domaines de prédilection : la consommation digitale, la santé, le sport, leur image, mais aussi leur engagement politique.

Durabilité et prix : un paradoxe en trompe-l'oeil

Pendant plusieurs années, le discours dominant sur la consommation des jeunes a été celui de la contradiction. Les études montrent pourtant une réalité plus nuancée. Les données empiriques confirment l'existence d'un écart entre intentions et comportements. Ainsi, si 64%¹ des jeunes de la Gen Z déclarent être prêts à payer davantage pour des produits estampillés durables, près de 40%² refusent concrètement de supporter un surcoût dans des situations d'achat réelles, notamment dans le secteur du voyage.

Ce décalage ne relève toutefois pas d'une incohérence morale. Il traduit avant tout un arbitrage sous contrainte. Les comportements de consommation s'expliquent par une combinaison de facteurs : pression sur le pouvoir d'achat, omniprésence du digital, montée de l'intelligence artificielle et transformation des structures de dépenses. Les travaux récents sur le *conscious consumer* (ou consommateur responsable) permettent d'éclairer cette dynamique. Il met en évidence trois moteurs interdépendants qui coexistent et entrent en tension à chaque décision : bien-être, pragmatisme financier et valeurs personnelles³.

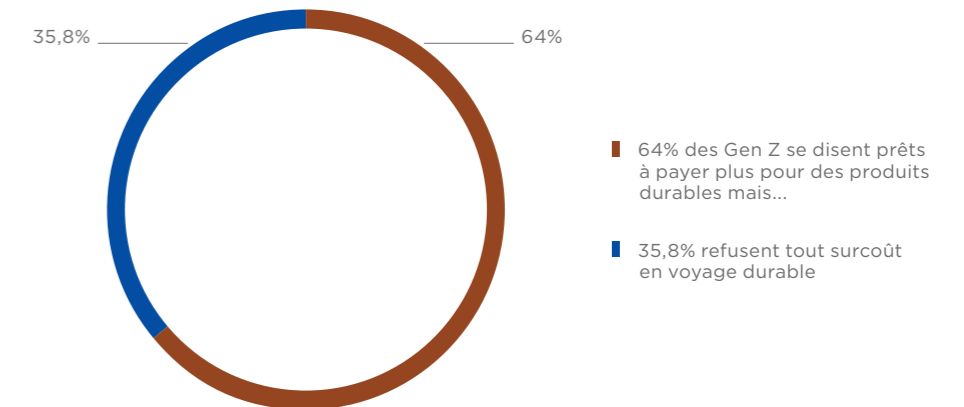
¹ Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey.

² Trip.com Sustainable Travel Consumer Report 2024.

³ Barclays Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness wealth and values collide.

Graphique 1 — Les 3 forces qui structurent la consommation des jeunes

Le « paradoxe » s'explique surtout par des arbitrages entre budget, digitalisation et recherche de bien-être



1. Pouvoir d'achat

30%

des Gen Z ne se sentent pas financièrement en sécurité.

24,1%

des 15-29 ans de l'UE sont à des risques de pauvreté ou d'exclusion sociale.

2. Digitalisation

97%

des 16-29 ans de l'UE utilisent internet tous les jours.

84%

des 16-24 ans de l'UE ont acheté en ligne en 2025.

3. Bien-être

47%

des répondants citent la santé comme priorité d'achat.

6,8 > 9,8 T\$

Taille projetée du marché mondial du bien-être, 2024-2029E.

Edmond de Rothschild, Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey, Eurostat, Barclays Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness wealth and values collide, Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 mars 2026

Le pouvoir d'achat comme ancrage des comportements

Le pouvoir d'achat continue d'être le principal déterminant des comportements de consommation. Selon plusieurs sondages, près de la moitié de la Gen Z⁴ ne se sentirait pas financièrement en sécurité. En Europe, un quart des 15-29 ans⁵ sont exposés à un risque de pauvreté ou d'exclusion sociale. Dans ce contexte, le coût de la vie s'impose toujours pour beaucoup comme la première préoccupation, reléguant les enjeux environnementaux au second plan.

Dès lors, le recours au *low-cost* ne relève plus d'un arbitrage opportuniste, mais d'une logique d'accès. Les plateformes digitales permettent ainsi de maintenir un niveau de consommation malgré la contrainte financière.

La consommation des jeunes est désormais indissociable du digital, qui ne constitue plus un canal, mais une véritable infrastructure décisionnelle. En Europe, la quasi-totalité des jeunes utilise internet quotidiennement, et plus de 80% réalisent des achats en ligne⁶.

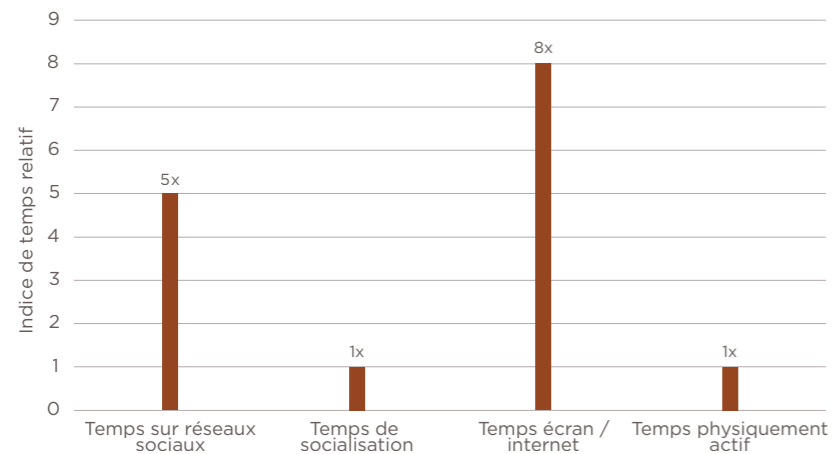
⁴ Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey.

⁵ Eurostat.

⁶ Eurostat — E-commerce statistics for individuals.



Graphique 2 — Réallocation du temps : un quotidien tiré vers les écrans



Edmond de Rothschild, Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 mars 2026

L'intelligence artificielle accélère encore ce mouvement. Selon une étude de Capgemini publiée en 2024⁷, plus de la moitié des utilisateurs de l'IA générative pour le shopping ont déjà remplacé les moteurs de recherche traditionnels par ces outils pour obtenir des recommandations de produits, et 60% disent faire confiance aux services et produits suggérés.

Au-delà de la contrainte économique, la *fast consumption* répond en effet à une autre réalité : la surcharge cognitive. Selon l'étude de Bank of America 2026⁸, l'environnement digital génère une exposition constante à l'information, source de fatigue mentale et de difficulté à arbitrer. Dans ce contexte, les solutions combinant simplicité, rapidité et lisibilité deviennent particulièrement attractives. Acheter, commander ou réserver en quelques clics permet de réduire l'effort mental, ce qui place la *fast consumption* au cœur de l'économie de la simplification.

Les modèles de Shein, Uber Eats et Airbnb illustrent parfaitement cette transformation. Malgré leurs différences sectorielles, ils reposent sur une logique commune : prix bas, disponibilité immédiate, interface intuitive et expérience fluide. Ces acteurs ne se contentent pas de proposer des produits ou services : ils offrent une réduction de friction et une gratification instantanée. Dans la mode, la livraison ou le transport, la rapidité et la simplicité s'imposent ainsi comme des attributs centraux de la valeur.

⁷ Capgemini Research Institute 2024, What Matters to Today's Consumer 2024.

⁸ Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 mars 2026.

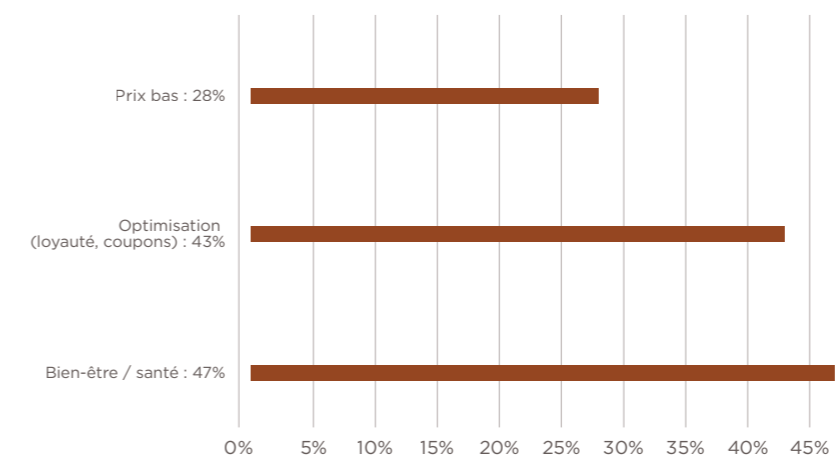
Une consommation de plus en plus polarisée

Plutôt qu'une transition homogène vers une consommation plus responsable, on observe en réalité une polarisation croissante. Trois dynamiques structurent cette évolution :

- **Polarisation économique** : les consommateurs arbitrent entre dépenses minimales ultra-accessibles et achats premium ciblés ;
- **Polarisation des usages** : ils économisent sur certaines dépenses du quotidien pour préserver celles sur les expériences ;
- **Polarisation morale** : la durabilité est souhaitée, mais conditionnelle à la simplicité et au coût.

Graphique 3 — Les principaux arbitrages de consommation des jeunes générations

Ce graphique propose une lecture des principaux arbitrages qui structurent les comportements des jeunes générations. Il n'a pas vocation à décomposer un budget de consommation, car les catégories ne sont pas mutuellement exclusives et peuvent relever simultanément de plusieurs logiques d'usage.



Edmond de Rothschild, Barclays Thematic Investing Conscious Consumer Where wellness, wealth and values collide

Dans les faits, les jeunes combinent trois logiques : *low-cost* pour l'accès, seconde main pour l'optimisation et premium ciblé pour l'identité et le bien-être, reléguant le milieu de gamme au rang de segment le plus fragilisé. Le consommateur est dès lors confronté à un dilemme permanent entre durabilité, prix et simplicité. Ce décalage, souvent qualifié de *say-do gap* (littéralement l'écart entre les paroles et les actes), est largement documenté⁹. La durabilité est valorisée en intention, mais reste conditionnée par son coût, sa simplicité et sa compatibilité avec les usages. La question centrale devient alors stratégique : **peut-on faire du durable une option aussi simple et accessible que le *low-cost* ?**

Les conditions de succès sont désormais bien identifiées entre un prix perçu comme acceptable, une expérience plus fluide, une preuve d'impact lisible et une intégration digitale complète. Les acteurs capables de concilier efficacité économique et responsabilité sans complexifier l'expérience utilisateur seront donc les mieux positionnés.

⁹ Deloitte 2024 Gen Z and Millennial Survey; Trip.com Group Sustainable Travel Consumer Report 2024.



La consommation des jeunes générations ne relève pas d'un paradoxe, mais d'un système d'arbitrages rationnels sous contrainte. Elle se caractérise par une accélération des usages, une montée des attentes et une fragmentation des comportements. Le futur de la consommation ne sera ni entièrement durable ni exclusivement *low-cost* mais plutôt hybride. L'enjeu n'est donc pas de transformer le consommateur, mais d'adapter les modèles économiques à cette nouvelle réalité.

Quels domaines sont plébiscités par les jeunes ?

La grille de lecture est désormais claire : les jeunes générations n'arbitrent pas entre consommation rapide et aspirations de long terme, elles combinent les deux. Dans ce cadre, certains segments apparaissent mieux positionnés pour capter une demande à la fois contrainte, digitalisée et orientée vers le bien-être.

La consommation digitale :

L'ancrage des jeunes générations dans les usages numériques ne constitue plus seulement une évolution de mode de vie : il redessine durablement les arbitrages de consommation. Selon *Reviews.org*, les Américains consultaient en moyenne leur smartphone près de 186 fois par jour en 2025¹⁰ et passaient près de sept heures en ligne, soit un volume de temps très supérieur à celui consacré aux interactions sociales physiques. Au total, cela représenterait près de 44 années de vie passée devant des écrans. Cette intensification devrait se poursuivre sous l'effet des dynamiques générationnelles, les cohortes les plus jeunes étant encore plus connectées. Pour les investisseurs, cette tendance continue de soutenir les plateformes, les infrastructures d'attention, les modèles d'abonnement, ainsi que les écosystèmes capables de monétiser un usage quotidien, récurrent et fortement intégré au parcours de vie. À mesure que la jeune génération gagnera en pouvoir d'achat avec l'âge tout en gardant les mêmes habitudes numériques, ces tendances devraient encore plus s'accroître.

Le plafond de 25% à 30% des dépenses de consommation réalisées en e-commerce, souvent présenté comme infranchissable en raison du besoin pour le consommateur de voir le produit « en vrai » (texture ou couleur d'un vêtement, par exemple) ou de bénéficier du service physiquement (comme pour un coaching sportif), pourrait être dépassé dans les années 2030 sous l'effet des habitudes numériques de la jeune génération. Au-delà des usages de consommation, les réseaux sociaux participent aussi à façonner certaines représentations et préférences collectives.

¹⁰ *Reviews.org*, 2026 Cell Phone Usage Stats (data 2025).

Enfin, le monde financier devrait aussi faire l'objet de transformations profondes dictées par les préférences des nouvelles générations. Les banques traditionnelles devraient accélérer leur digitalisation sous la pression des néo-banques conçues sur le modèle des « super-apps¹¹ ». Les moyens de paiement pourraient eux aussi subir la désintermédiation croissante opposée par les infrastructures *blockchain*¹² utilisées par les crypto-monnaies. Ces dernières pourraient continuer de s'imposer comme une classe d'actifs alternative auprès d'une génération d'investisseurs qui a grandi avec, environ la moitié des Gen Z et des *Millennials* (génération née entre 1980 et 1995) ayant déjà possédé des cryptos contre seulement 10% des *Baby-Boomers* (génération née environ entre 1945 et 1965).

La santé physique et mentale :

Cette hyperconnexion a toutefois un coût. La digitalisation croissante des modes de vie s'accompagne d'une progression de pathologies physiques et psychiques, allant de l'obésité et de la myopie à l'anxiété, la dépression ou certaines formes de solitude chronique. Certaines estimations chiffrent le coût économique de ces troubles de santé à au moins 7 000 milliards de dollars par an, soit environ 6% du PIB mondial. Les jeunes générations sont en première ligne : selon le *Cigna 2024 Vitality Index*, près des deux tiers de la Gen Z américaine déclarent se sentir seuls¹³, soit la proportion la plus élevée de toutes les générations ; dans le même temps, la prévalence moyenne de l'anxiété aux États-Unis a doublé entre 2010 et 2022, avec la plus forte hausse chez les 18-25 ans, où elle a été multipliée par 2,6. La forte progression de la myopie illustre également cette tendance de fond : plus de 60% des 20-24 ans pourraient en souffrir en 2050, contre 37% en 2000. Cette pression sanitaire crée un terrain porteur pour les acteurs exposés à la santé mentale, à l'optique, à la prévention, au diagnostic et aux solutions de prise en charge des pathologies liées aux usages digitaux.

L'expérience :

En parallèle, les jeunes consommateurs continuent de privilégier les dépenses d'expérience, non seulement pour leur valeur d'usage immédiate, mais aussi pour leur dimension sociale et symbolique. Les événements en direct, concerts, restaurants, sorties et voyages occupent une place croissante dans les arbitrages budgétaires, parfois au détriment de certaines dépenses matérielles plus classiques. Cette logique prolonge directement la polarisation décrite plus haut : les consommateurs compriment certaines dépenses du quotidien afin de préserver celles qui produisent du souvenir, de l'émotion ou de la visibilité sociale. Pour l'investissement, cela milite en faveur des acteurs positionnés sur les loisirs, l'hospitalité, la réservation, la restauration expérientielle et plus largement tous les modèles capables de transformer la dépense en moment partageable et perçu comme identitaire. À l'inverse, les acteurs plus traditionnels focalisés sur la vente de produits agro-alimentaires consommés à la maison voient leur algorithme de croissance partiellement remis en cause.

¹¹ Une super-app est une application mobile « tout-en-un » qui concentre, au sein d'une même interface, une multitude de services distincts (messagerie, paiement, mobilité, shopping, etc.).

¹² Une *blockchain*, ou chaîne de blocs, est une technologie numérique de stockage et de transmission d'informations fonctionnant sans autorité centrale. Initialement conçue en 2009 pour le Bitcoin, elle a depuis été étendue à de nombreux autres usages.

¹³ Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 mars 2026.

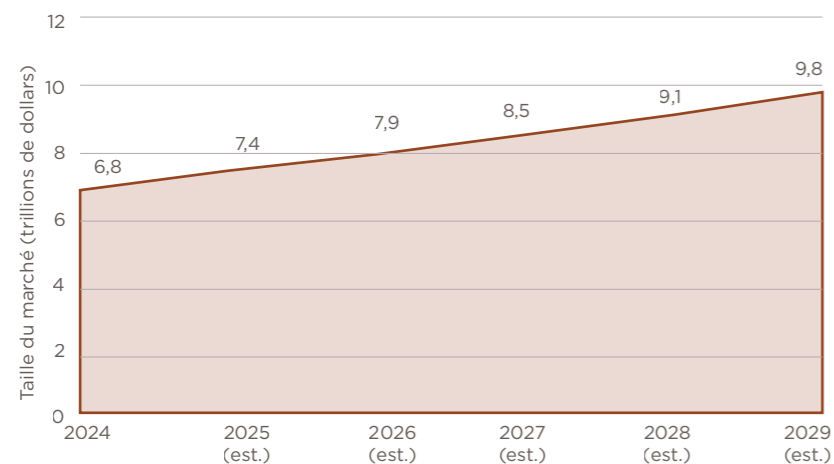


Le sport :

Face à l'intensité de la vie numérique, le sport et le bien-être apparaissent comme des postes de rééquilibrage. Le marché mondial du bien-être pourrait atteindre près de 10 trillions de dollars d'ici 2029 (soit un milliard de milliards), selon Bank of America¹⁴, ce qui confirme le caractère structurel, et non conjoncturel, de cette demande. Le point clé est que cette recherche de bien-être n'entre pas en contradiction avec les comportements de consommation rapide décrits plus haut : elle leur répond. Une même génération peut chercher le prix bas, la commodité et l'instantanéité dans certains postes, tout en sanctuarisant ses dépenses de sport, de santé préventive ou d'équilibre personnel. Pour les investisseurs, cela soutient les segments du fitness, de l'équipement sportif, des *wearables*¹⁵, de la nutrition, du sommeil et des services liés à la performance physique et mentale. Les fabricants de vêtements de sport bénéficient dans ce contexte d'un réservoir de croissance durable, de par l'habitude des jeunes générations de pratiquer un sport mais aussi de leur volonté de présenter un look sportif, le commun dénominateur de nombreux membres de la Gen Z. La capacité d'innovation des marques et l'attractivité des valeurs qu'elles incarnent devraient leur permettre de se positionner en première ligne pour profiter de la hausse du pouvoir d'achat des jeunes ces prochaines années.

Graphique 4 — Croissance du marché mondial du bien-être

Le bien-être apparaît comme une force de rééquilibrage face à l'intensification des usages numériques.



Edmond de Rothschild, Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 mars 2026

Les animaux de compagnie :

Des études ont également montré que passer du temps avec un animal de compagnie peut à la fois augmenter de manière significative les niveaux d'ocytocine (un neurotransmetteur favorisant notamment la réduction du stress) et réduire le cortisol, la principale hormone du stress chez l'être humain. Ainsi, la possession d'animaux de compagnie est en hausse dans la jeune génération, avec le budget vétérinaire et alimentaire que cela suppose. Environ 16% des membres de la génération Z possèdent un animal de compagnie, contre 14% en 2020 et 11% en 2018, selon l'American Pet Products Association. Les membres de la génération Z accordent une importance particulière à leurs animaux de compagnie. Sans être propre à cette génération, la tendance à considérer l'animal comme un membre du foyer semble particulièrement marquée chez les plus jeunes consommateurs. Les sociétés fabricant des vaccins, des produits d'alimentation et même des loisirs pour animaux de compagnie devraient profiter de cette tendance.

L'esthétique et l'image de soi :

L'économie de l'image bénéficie elle aussi de cette recomposition. L'omniprésence des réseaux sociaux, l'exposition continue aux contenus audiovisuels et l'incitation permanente à se montrer sous son meilleur jour renforcent l'attention portée à l'apparence, aux soins personnels et aux routines de bien-être. Beauté, alimentation saine, activité physique et entretien de soi ne relèvent plus seulement de la consommation discrétionnaire : ils s'inscrivent dans des logiques de présentation de soi, de discipline personnelle et de signal social. Cette dynamique favorise les entreprises capables de combiner désirabilité, accessibilité relative, influence digitale et récurrence d'usage, en particulier dans la beauté, les soins personnels, la nutrition fonctionnelle et les services associés. Les fabricants de cosmétiques jouissent en outre d'opportunités de montée en gamme grâce à l'innovation apportée à leurs produits et aux progrès de la personnalisation via l'IA.

Une consommation polarisée plutôt que vertueuse

Pris ensemble, ces segments ne dessinent pas une consommation plus vertueuse au sens strict, mais une consommation plus sélective, plus polarisée et plus cohérente avec les contraintes réelles des jeunes générations. Les gagnants potentiels sont donc moins les acteurs "durables" en théorie que ceux qui parviennent à articuler utilité, accessibilité, simplicité d'usage, intensité digitale et valeur perçue. Autrement dit, la montée en puissance de la Gen Z, et potentiellement de la génération Alpha qui la suit, devrait surtout bénéficier aux modèles capables de s'insérer naturellement dans cette double logique : consommation rapide d'un côté, rééquilibrage par l'expérience, la santé et le bien-être, le sport, le paraître et l'expérience de l'autre. Profondément ancrées chez la jeune génération, ces habitudes devraient persister voire s'intensifier à l'avenir lorsque la jeune génération prendra de l'âge et aura de meilleurs revenus. Les sociétés bien positionnées pour en profiter s'exposent ainsi à une croissance durablement plus élevée de leurs ventes et de leurs bénéfices.

¹⁴ Bank of America Global Research, Tech care of yourself - Future Wellness Primer, 17 mars 2026.

¹⁵ Objets connectés portés sur soi (montres, bracelets, capteurs) permettant de suivre l'activité, le sommeil ou certains indicateurs de santé.



Détail architectural de notre nouveau siège social au cœur de l'écoquartier de l'Etang, Genève, Suisse.

Obligations

Des taux souverains plus élevés pour plus longtemps

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

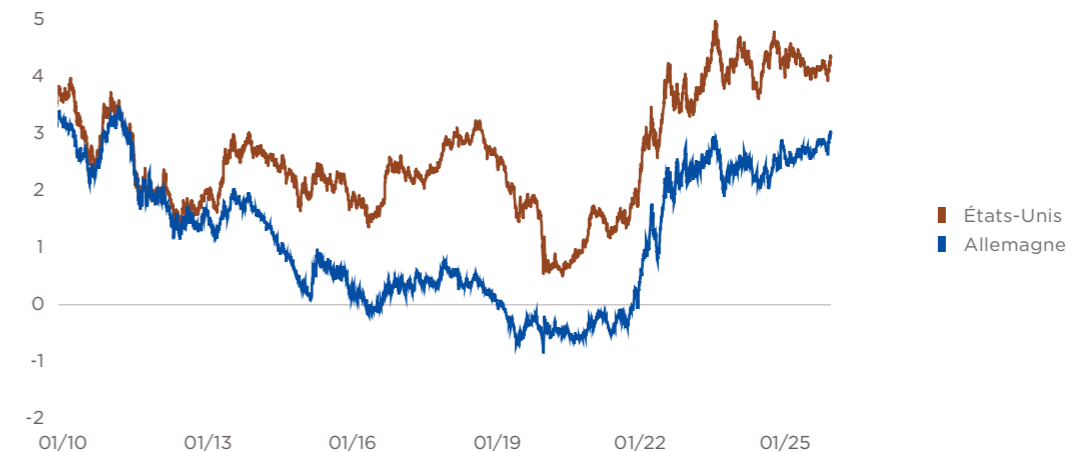
Dans un contexte géopolitique sous tension, source de forte volatilité et de hausse des prix de l'énergie, les marchés obligataires ont fortement réagi en mars en révisant à la hausse la prime d'inflation. Dans ce contexte et alors que les déficits restent importants et la soutenabilité des dettes est critique dans de nombreux pays, nous pensons que les taux souverains devraient rester élevés longtemps, avec des risques inflationnistes issus du conflit au Moyen-Orient rajoutant un vent contraire supplémentaire. À l'inverse, les bilans des entreprises restent très solides en dépit d'une incertitude accrue, ce qui est un avantage pour le crédit. Les rendements restent attractifs mais demandent de la sélectivité entre secteurs et segments.

Le contexte géopolitique pousse les taux d'intérêt à la hausse

L'environnement macroéconomique international s'est significativement complexifié depuis fin février sous l'effet d'un choc énergétique lié aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Cette situation a provoqué une hausse rapide des prix du pétrole et du gaz, modifiant les anticipations d'inflation et entraînant une forte remontée des rendements obligataires souverains. Cette hausse résulte d'un ajustement par les marchés monétaires des attentes sur les trajectoires de taux d'intérêt des banques centrales. Cette augmentation de la prime d'inflation s'ajoute à la prime de crédit toujours élevée en raison de déficits importants et de ratio dette sur Produit Intérieur Brut (PIB), critique pour de nombreux pays. Dans ce cadre, les taux longs des pays du G7 ont progressé sensiblement en 2026 et devraient rester élevés pour longtemps. En effet, depuis le début du conflit iranien, les rendements allemands ont augmenté d'environ 35 points de base pour atteindre un plus haut depuis 2011 à 3,07%. La hausse des rendements est généralisée en Europe : le BTP italien (*Buoni del Tesoro Poliennali*) à 10 ans est autour de 3,88% alors que l'OAT française (Obligation Assimilable du Trésor) à 10 ans est autour de 3,70%, soit des hausses de 60 bps en quelques semaines. Cette tendance est globale alors que nous observons des tensions sur les marchés souverains britannique, canadien, américain et même suisse.



Graphique 1 — Évolution des anticipations de taux des banques centrales en 2026 avant et après le début du conflit au Moyen-Orient



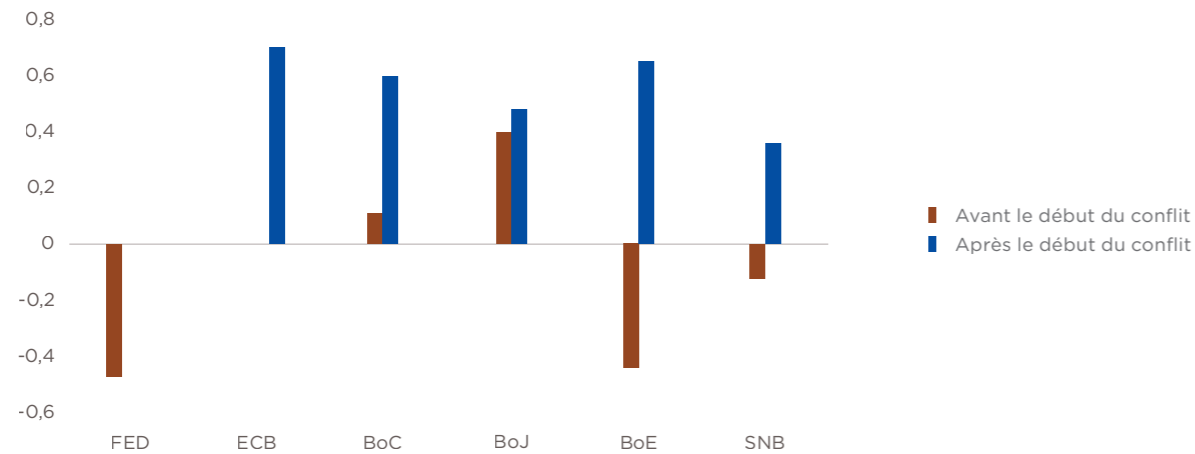
Bloomberg, Edmond de Rothschild

L'ajustement des anticipations de politique monétaire explique cette hausse

Cette hausse des rendements obligataires résulte principalement de la réévaluation des anticipations d'inflation liée à la hausse des prix de l'énergie et l'augmentation de la prime de risque géopolitique. Ainsi, les anticipations de politique monétaire ont évolué rapidement en quelques semaines : alors que les marchés anticipaient encore récemment un statu quo voir une baisse de taux de la Banque centrale européenne (BCE) en 2026, ils intègrent désormais la possibilité de deux hausses de taux en 2026. La probabilité d'un premier relèvement de taux avant l'été est de 100% déduite des prix de marché. Cet ajustement n'est pas limité à la zone euro et concerne également la Banque d'Angleterre, la Banque nationale suisse et dans une moindre mesure la Réserve fédérale américaine (Fed). Pour l'ensemble de ces banques centrales, l'ajustement fait par les investisseurs est majeur. La Fed a ainsi maintenu lors de sa réunion de mars sa prévision de baisse de taux en 2026 mais sous réserve que l'inflation se modère sensiblement. Le marché a réagi et ne voit plus de baisse de taux en 2026. L'histoire récente souligne que les banques centrales communiquent pour ancrer les anticipations d'inflation et éviter un « effet de second ordre » avec une hausse des salaires pour compenser la hausse des prix. Lors des précédents épisodes de hausse du prix du pétrole brutale comme en 2007-2008 et 2010-2011, la Fed n'avait pas relevé ses taux, alors que la BCE avait durci sa politique monétaire au printemps 2011, avant de les baisser à nouveau par la suite face à la crise des dettes souveraines, ce qui a depuis été perçu comme une erreur de politique monétaire en Europe.



Graphique 2 — Évolution des anticipations de taux des banques centrales en 2026 avant et après le début du conflit au Moyen-Orient



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Dans ce contexte, les principales économies développées font face à un risque macroéconomique asymétrique, caractérisé par une inflation potentiellement plus persistante et une croissance fragilisée par le renchérissement des coûts énergétiques. Le principal facteur expliquant l'évolution récente des marchés reste la hausse rapide des prix de l'énergie. Le prix du pétrole Brent a dépassé 115 dollars le baril fin mars contre environ 72 dollars fin février, soit une hausse proche de 70% en quelques semaines. Les prix du gaz naturel en Europe ont également fortement progressé. Malgré cette hausse, les niveaux actuels restent inférieurs à ceux observés lors de la crise énergétique de 2022 lorsque le pétrole avait atteint près de 140 dollars et le gaz européen plus de 340 €/MWh. Nous pensons que le contexte 2026 est très différent de celui observé en 2022 où le choc d'offre d'énergie s'était à l'époque combiné avec un choc de demande résultant des politiques de soutien liées à la crise du Covid, et à un choc des chaînes d'approvisionnement. Dans ce cadre, le risque inflationniste semble plus modéré en 2026 qu'en 2022. En outre, le risque pesant sur la croissance économique s'accroît comme reflété par l'abaissement des prévisions de croissance en Europe par la BCE et la baisse des indices PMI pour cette zone, alors qu'en 2022 le soutien fiscal post Covid soutenait fermement le rebond de l'économie.

Des obligations souveraines toujours peu attractives

Concernant la partie obligataire, les obligations souveraines ne semblent pas attractives. En effet, les États des pays développés demeurent fortement endettés et les politiques fiscales en place aux États-Unis avec l'horizon des élections de mi-mandat, au Japon avec les annonces de baisses d'impôts et les élections législatives anticipées, ou encore en Europe avec le plan d'investissement de défense et d'infrastructure, ne sont pas de nature à réduire les déficits au cours de l'année 2026. En conséquence, les investisseurs

devraient maintenir une vigilance accrue sur la prime de terme des États et ainsi maintenir les taux longs à des niveaux élevés. À court terme, une hausse plus prolongée qu'initialement prévue des cours du pétrole a un caractère inflationniste, ce qui nuit aux obligations d'État et pourrait conduire les banques centrales à durcir leur politique monétaire, même si le marché semble exagérer l'amplitude du resserrement futur.

Rester sélectif dans le choix des obligations d'entreprise

Pour les obligations d'entreprise, l'appétit demeure toujours soutenu en dépit d'un volume d'émissions très important en début d'année et alors que les indices de volatilité VIX et MOVE (*Merrill Lynch Option Volatility Estimate*) sont remontés à la suite des tensions géopolitiques. Les rendements offerts en absolu demeurent au-dessus de leur moyenne de long terme, rendant cette poche obligataire attractive en termes de rendement-risque. De plus, les bilans des entreprises restent solides avec des fondamentaux qui bénéficient d'un faible risque de récession et d'un environnement financier favorable. Cependant la hausse des taux longs - si elle devenait durable - pourrait peser sur la solvabilité des secteurs les plus endettés et être source d'élargissement plus marqué. Nous devenons donc plus sélectifs sur les ratios d'endettement au sein des obligations d'entreprises.



Obligations d'entreprises émergentes : des fondamentaux solides malgré les incertitudes au Moyen-Orient

Lisa Turk

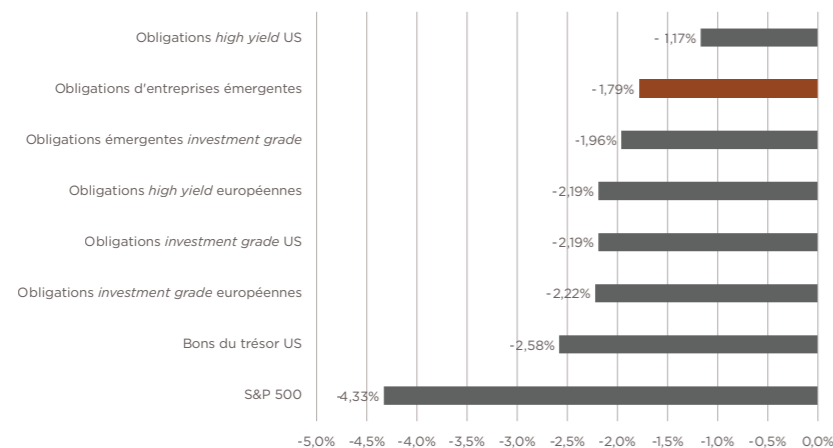
Gérante crédit émergent, Edmond de Rothschild Asset Management

Rami Boustany

Head of Fixed Income Credit Research, Global Investment Research

Alors que les pays émergents sont au centre des discussions géopolitiques depuis le début de la guerre au Moyen-Orient, l'impact sur les marchés de la dette émergente demeure pour l'instant limité par rapport à d'autres classes d'actifs. Le conflit a surtout ravivé les craintes inflationnistes via la hausse du prix du pétrole, pénalisant davantage les obligations de longue maturité quelle que soit leur origine, que spécifiquement les obligations d'entreprises émergentes, dont les échéances sont généralement plus courtes et qui ont ainsi fait preuve d'une forte résilience. L'exposition à des régions éloignées du conflit, comme l'Amérique latine, mais bénéficiaires de la hausse des prix du pétrole a également soutenu cette classe d'actifs.

Graphique 1 — Performances de différents indices de référence depuis le début du conflit au Moyen-Orient (27.02-23.03.2026)



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Avant même le début du conflit, de nombreux facteurs structurels plaidaient en faveur de la dette d'entreprise émergente, comme en témoignait le fort retour des flux depuis mi-2025. Ce regain d'intérêt reste d'actualité, porté par le renforcement des échanges commerciaux Sud-Sud, la volonté de diversification des portefeuilles des investisseurs, la faiblesse du dollar qui profite aux pays émergents empruntant dans cette devise, une croissance dynamique, les rendements attractifs de la classe d'actifs et la hausse des prix des matières premières.

Surperformance de long terme des obligations émergentes

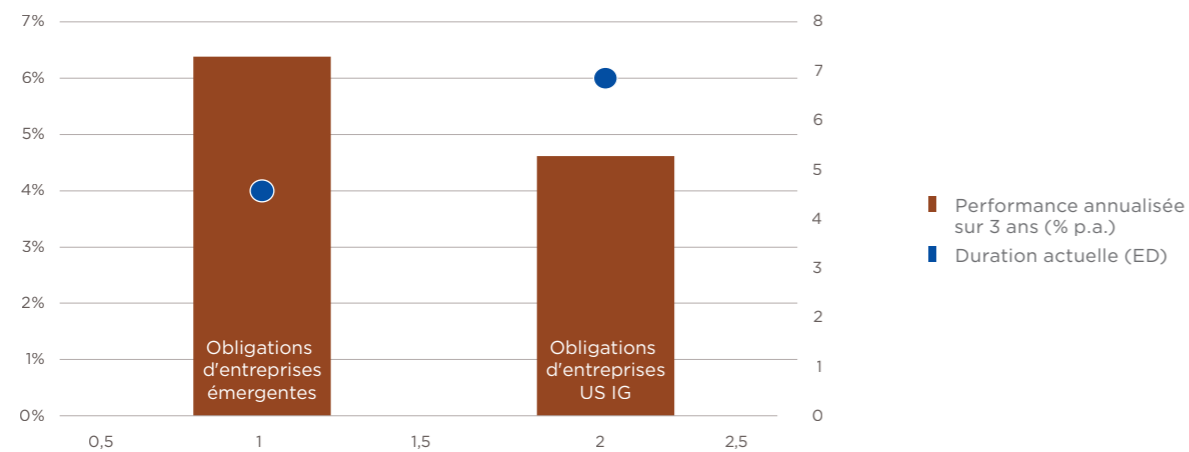
En effet, de nombreux pays d'Amérique latine, d'Afrique, du Moyen-Orient ou d'Asie extraient et exportent des ressources comme des métaux de base, de l'or ou des hydrocarbures, et ont vu leurs croissances dopées par l'envolée des prix de ces matières premières, notamment depuis la pandémie COVID-19 et le déséquilibre que la fin des confinements et les plans de relance économique massifs ont provoqué sur les chaînes d'approvisionnement. De plus, les pays émergents se distinguent souvent par une forte croissance démographique associée à une progression du pouvoir d'achat, ce qui constitue un important levier de croissance des revenus pour les entreprises orientées vers les marchés domestiques, telles les sociétés actives dans les secteurs des télécommunications et de la consommation.

Les investisseurs peuvent ainsi diversifier leurs portefeuilles au travers d'obligations d'entreprises émergentes libellées en dollar, une classe d'actifs qui propose sur le long terme des rendements supérieurs à ceux des obligations des marchés développés, et peut présenter quelques avantages techniques tels une durée généralement plus courte ou des taux de coupons relativement élevés permettant des opportunités de portage. Cette surperformance de long terme s'explique en partie par des primes de risque potentiellement plus élevées, notamment liées au risque pays qui peut être alimenté par une situation géopolitique, une vulnérabilité à l'inflation, des institutions gouvernementales ou des gouvernances d'entreprises parfois moins robustes. La classe d'actifs est néanmoins loin d'être homogène, et la sélectivité et la gestion active des risques sont donc déterminantes, notamment lors de crises comme le conflit au Moyen-Orient qui chahute en ce moment les obligations des entreprises des pays du Golfe et des pays importateurs nets de pétrole comme la Turquie, alors que d'autres régions sont plus résilientes.



OBLIGATIONS

Graphique 2 — Performances annualisées sur les 3 dernières années et durations actuelles : obligations d'entreprises émergentes vs US Investment Grade



Bloomberg, Edmond de Rothschild

L'Amérique latine, principale gagnante de la dynamique des matières premières

En effet, dans ce contexte de tensions géopolitiques accrues, de polarisation politique aux États-Unis et de fragmentation en Europe, la dette émergente continue d'offrir des opportunités attractives. L'Amérique latine, grande bénéficiaire de la demande en matières premières et de la redéfinition des chaînes d'approvisionnement, attire ainsi fortement les investisseurs. Majoritairement exportateurs nets de pétrole et éloignés du conflit, la plupart des pays latino-américains profitent de la hausse des prix de l'énergie, tandis que les effets négatifs restent pour l'instant concentrés sur quelques compagnies aériennes, de manière hétérogène selon leur couverture du risque énergie. Un enlisement du conflit pourrait certes peser sur la croissance mondiale, mais ce n'est pas, à ce stade, notre scénario central. Des taux de croissance du PIB toujours solides (Argentine 3,1%, Colombie 2,7%, Pérou 3%, Chili 2,5%, Brésil 1,8% ; croissance anticipée par les marchés pour 2026) et une évolution du paysage politique de plus en plus à droite depuis plusieurs trimestres soutiennent le climat d'investissement dans la région. Plusieurs élections en 2026 (Brésil, Pérou, Colombie) pourraient renforcer cette dynamique avec des politiques potentiellement plus favorables au secteur privé.

L'exposition plus large de la classe d'actifs aux matières premières constitue également un thème porteur pour la dette d'entreprises émergentes. Au-delà de l'énergie, la dynamique des métaux (cuivre, cobalt, zinc, aluminium, lithium, or, argent, palladium) reste soutenue par des moteurs structurels, tels que la transition énergétique, les data centers, l'automatisation et la course à l'armement, dans un contexte de sous-investissement minier chronique. Cette combinaison profite autant aux émetteurs directement exposés aux métaux qu'aux secteurs connexes (transport, logistique, finance).

La dette d'entreprise émergente reste donc au cœur d'une logique de diversification des portefeuilles, avec l'Amérique latine qui s'impose aujourd'hui comme l'une des régions privilégiées par les investisseurs. Pour l'instant, le conflit au Moyen-Orient a davantage ravivé les craintes d'inflation via le pétrole que celles d'une récession, comme en témoignent des primes de risque restées stables. Avec une durée relativement courte, la classe d'actifs se montre plutôt bien armée pour traverser la volatilité actuelle sur les taux.

Graphique 3 — Indice S&P GSCI des prix des matières premières (mars 2016 - mars 2026)



Edmond de Rothschild, Bloomberg



Vignes du domaine Château Clarke, Listrac-Médoc, France.

Dette privée

Marché de la dette privée : une forte croissance récente

Guilhem Savry

Head of Strategy Research, Global Investment Research

Alexander De Bruin

Head of Fund Research

Le marché de la dette privée qui a connu un grand développement ces dernières années subit un ajustement de ses valorisations depuis quelques mois. Cette correction est liée d'une part à la remise en cause de la pérennité de certains acteurs au sein du secteur technologique en raison du développement de l'intelligence artificielle (IA), et d'autre part au maintien à de hauts niveaux des taux d'intérêt. À ce stade, nous ne voyons pas de risque systémique pour le secteur bancaire alors que la taille de ce marché et son exposition demeurent modérées.

Le marché du crédit privé est évalué à plus de 2 000 milliards de dollars à l'échelle mondiale. La taille de la dette privée aux États-Unis est actuellement équivalente à 6% du PIB nominal, contre 1% en 2008. Les encours de dette privée ont cru à un rythme très rapide ces dernières années. Si la dette des entreprises a progressé de +5,5% par an en moyenne ces dix dernières années, cette croissance n'a été que de +3,5% pour les crédits bancaires mais de +14,5% pour la dette privée.

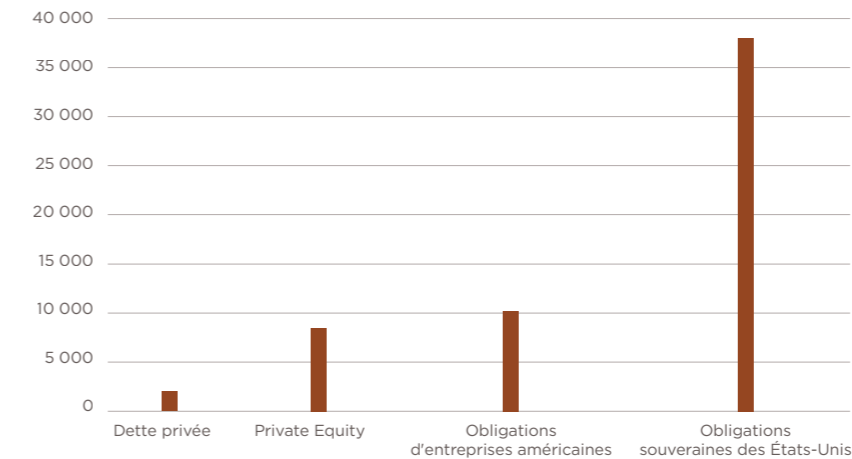
Ceci s'explique par deux raisons :

- Les nouvelles exigences de fonds propres plus élevées pour les banques américaines et des tests de résistance (ou stress tests) réguliers après la crise financière de 2008, et les nouvelles règles prudentielles en Europe.
- Des taux d'intérêt bas sur la décennie 2010 et jusqu'en 2022 ont incité de nombreux investisseurs institutionnels à rechercher des rendements plus élevés, notamment sur la dette privée.

Cependant, si la croissance a été importante depuis dix ans, ce marché demeure de taille relativement modeste comparé à celui des obligations souveraines (38 000 milliards de dollars pour les obligations américaines) et des obligations d'entreprises cotées (10 000 milliards cumulés pour le marché Investment Grade et High Yield américain).



Graphique 1 — Montant total des marchés de dette aux États-Unis en milliard de dollars début 2026



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Quelles sont les tensions actuelles sur ce marché ?

La classe d'actifs fait face depuis quelques trimestres à des difficultés liées notamment à des faillites d'entreprises, comme celles du prêteur automobile américain Tricolor Holdings, celle du détaillant américain de pièces détachées First Brand Group, ou encore celle du gestionnaire d'actifs britannique MFS. Elle a d'autre part été illustrée par une limitation des retraits sur des fonds d'investissement importants, notamment sur les fonds de dette privée du gestionnaire d'actifs Blue Owl Capital. Blackstone a relevé le seuil de rachat de son fonds phare BCRED afin de répondre aux demandes record de retrait. Le géant BlackRock a lui aussi limité les retraits de son fonds HPS Corporate Lending Fund, d'une valeur de 26 milliards de dollars, après avoir reçu 1,2 milliard de dollars de demandes de rachat au premier trimestre, soit 9,3% de sa valeur nette d'inventaire. Le fonds de dette privée Cliffwater Corporate Lending Fund a également été confronté à des demandes de rachat supérieures à 7% de son fonds de crédit privé, d'une valeur de 33 milliards de dollars.

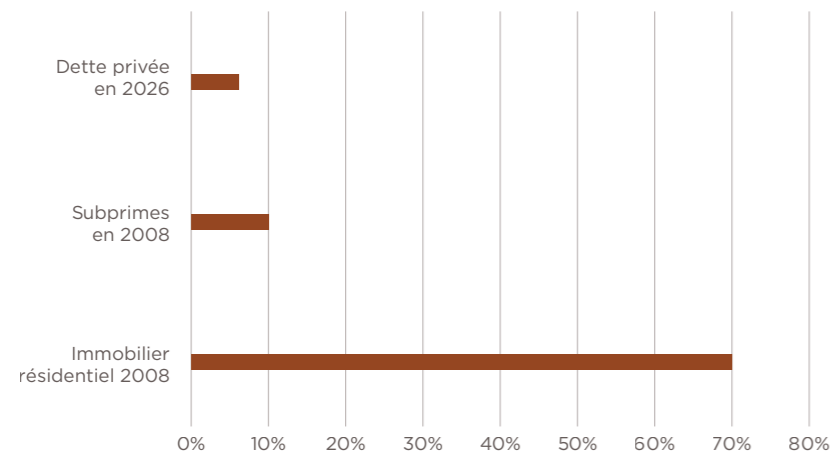
Enfin, dernièrement, la banque JPMorgan a réévalué à la baisse son portefeuille de dette privée, soulignant davantage la détérioration de la qualité des émetteurs au sein de ce marché. La hausse récente des attentes de taux des banques centrales pour contrer l'inflation alimentée par le conflit au Moyen-Orient, ainsi que la défiance des investisseurs vis-à-vis de certains secteurs tels que celui des logiciels (dont la monétisation des investissements est remise en cause par l'IA), accentuent la pression sur ces entreprises souvent faiblement capitalisées, peu règlementées, endettées et peu transparentes sur leur rentabilité.



Existe-t-il un risque systémique à ce stade ?

Nous ne le pensons pas, notamment parce que le poids de la dette privée dans l'économie est sans commune mesure avec celui des prêts immobiliers américains en 2008 lors de la crise de liquidité des subprimes (70% du PIB dont 10% pour les subprimes). À nos yeux, le marché du crédit privé global n'est pas en crise, mais plusieurs conditions sont réunies pour un cycle de volatilité plus sévère, qui peut être amplifié par l'opacité du secteur et sa concentration sectorielle actuelle.

Graphique 2 — Poids des dettes en pourcentage du PIB américain, 2008 vs 2026



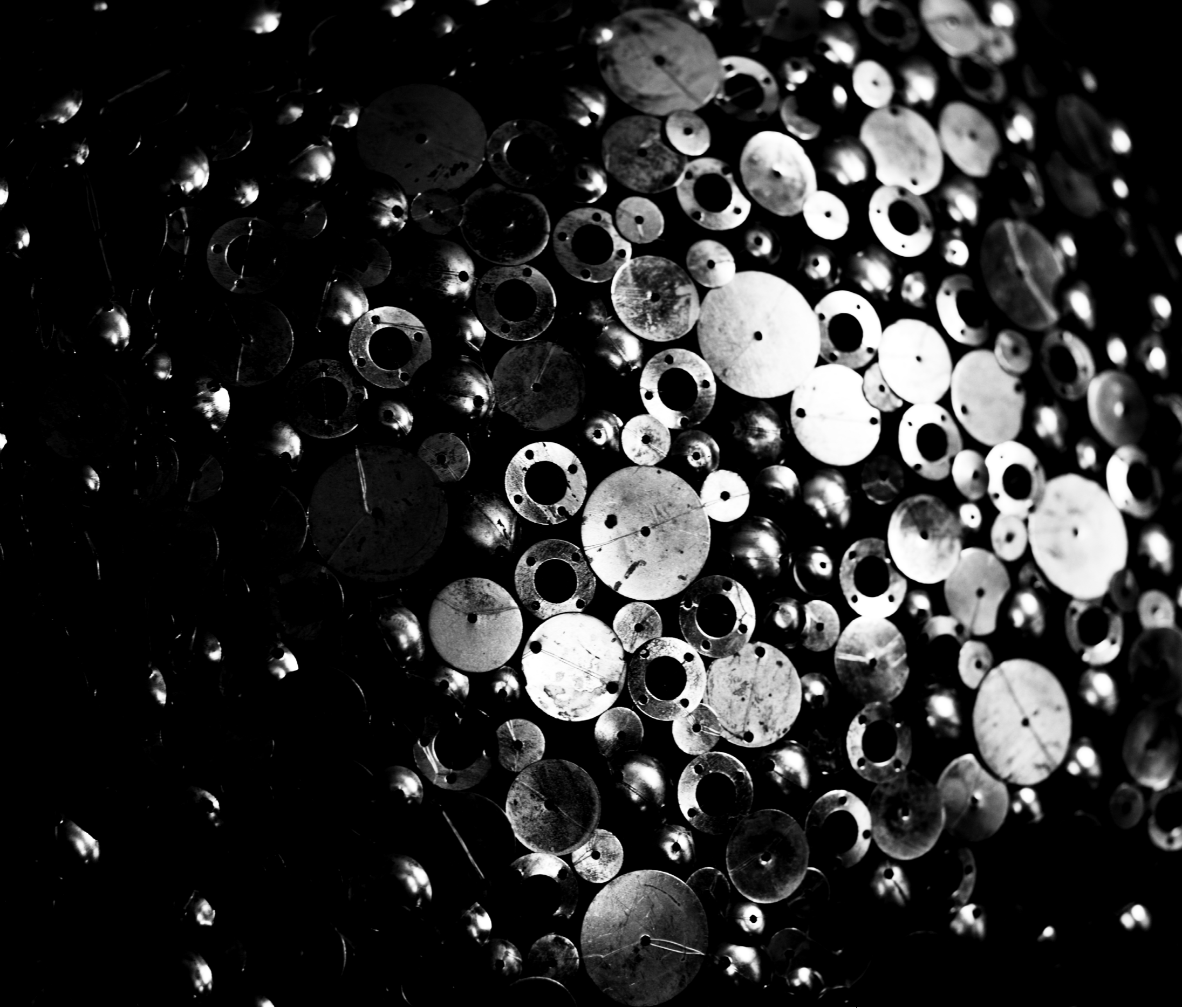
Bloomberg, Edmond de Rothschild

À ce stade, les tensions récentes sont restées idiosyncratiques et la contagion aux autres segments du crédit notamment *high yield* ne s'est pas produite. La revalorisation à la baisse de la valeur des dettes privées se fait ainsi de façon ordonnée et discriminante, les crédits auprès des secteurs jugés à risque comme les logiciels ou l'automobile étant sous pression, mais pas les autres encours de dette privée. Les véhicules côtés de dette privée ont certes vu leur valorisation mise sous pression ces derniers mois, mais dans des proportions très éloignées de ce que nous avons pu connaître lors de la crise financière de 2008. De plus, les spreads du secteur bancaire et des assurances restent aussi bien orientés et en ligne avec le reste du marché, traduisant l'absence de tension sur le marché interbancaire – pour rappel, les taux de prêts entre banques avaient explosé en 2008. Cela peut s'expliquer par l'exposition modérée de ces secteurs à la dette privée. Actuellement, les expositions des assureurs à la dette privée semblent assez limitées malgré une certaine hausse. L'exposition serait autour de 6% de leurs actifs. Quant au secteur bancaire, la dette privée représenterait environ 10% des actifs.

Comment se positionner dans ce contexte ?

Le crédit privé semble connaître une crise de confiance après des années de croissance facile à taux bas et sans grande transparence sur certains placements. Cette crise est visible dans les secteurs à risque de disruption (logiciels, automobile notamment) mais ne remet pas en cause ce type de financement, ni n'a d'impact sur le reste des classes d'actifs obligataires (dette cotée notamment). Ainsi, le risque n'est pas d'investir en soi dans la dette privée, car le crédit privé est souvent garanti par des sûretés de premier rang, ce qui signifie que les recouvrements pourraient être élevés, mais plutôt que l'endettement accru de certaines sociétés agisse comme un effet de massue à l'occasion d'une chute de l'activité pour des sociétés en difficulté. Le marché tendant à anticiper et à exagérer les risques futurs sur certains secteurs, des réévaluations des valeurs des fonds de dette privée demeurent probables. Ceci justifie de diversifier ses avoirs obligataires notamment vers la dette cotée et en évitant les portefeuilles trop concentrés sur les secteurs à risque. Il convient aussi de mieux analyser la qualité des sous-jacents. Cette vision constructive pourrait être remise en cause en cas de conflit prolongé au Moyen-Orient. En effet un environnement de moindre croissance et de taux plus élevés pourrait davantage impacter la dette privée que la dette cotée (car elle est plus risquée) même si ce n'est pas notre scénario principal à ce stade.

Enfin, sur le plan des actions, la dette privée représente une part modérée de l'exposition des banques et assurances. Les sociétés financières européennes semblent moins exposées que leurs homologues américaines. En raison des risques d'exagération du marché, une volatilité supérieure pourrait être observée sur les banques et assurances américaines à court terme, davantage que sur les européennes - toutes choses égales par ailleurs.



Détail, salons de la banque, Genève, Suisse.

Marché des changes



Marchés des changes : guerre, inflation et crise économique

Jean-Marc Guillot
Trésorier Groupe

La présidence de Donald Trump reste marquée par un niveau élevé d'incertitude et une forte volatilité des marchés financiers. Le 28 février, aux côtés d'Israël, les États-Unis ont ouvert un conflit armé avec la République islamique d'Iran, éliminant le Guide suprême et de nombreux hauts dignitaires du régime. Le mirage d'une guerre éclair et concentrée s'est vite évanoui, laissant place à la perspective d'un conflit larvé et impactant l'ensemble des pays limitrophes de l'Iran. Le risque tant redouté de blocage du détroit d'Ormuz s'est rapidement concrétisé et s'est accompagné de la destruction par les missiles iraniens d'infrastructures énergétiques au Qatar, en Arabie saoudite ou encore aux Émirats arabes unis. Le son du canon, le spectre d'une crise pétrolière et gazière et la crainte d'un blocage du commerce international ont ravivé les tensions sur les marchés financiers. Le thème de l'inflation a fait son grand retour de même que les craintes de ralentissement économique. Le dollar a repris son rôle de valeur refuge en période de conflit alors que le métal jaune a souffert de sa liquidité et de ses performances du début de l'année. Le franc suisse reste sous pression alors que le pilotage se complique pour la Banque nationale suisse (BNS). L'euro commence à souffrir de la situation plutôt défavorable de l'Europe liée à sa forte dépendance énergétique que ce soit pour le gaz ou le pétrole.

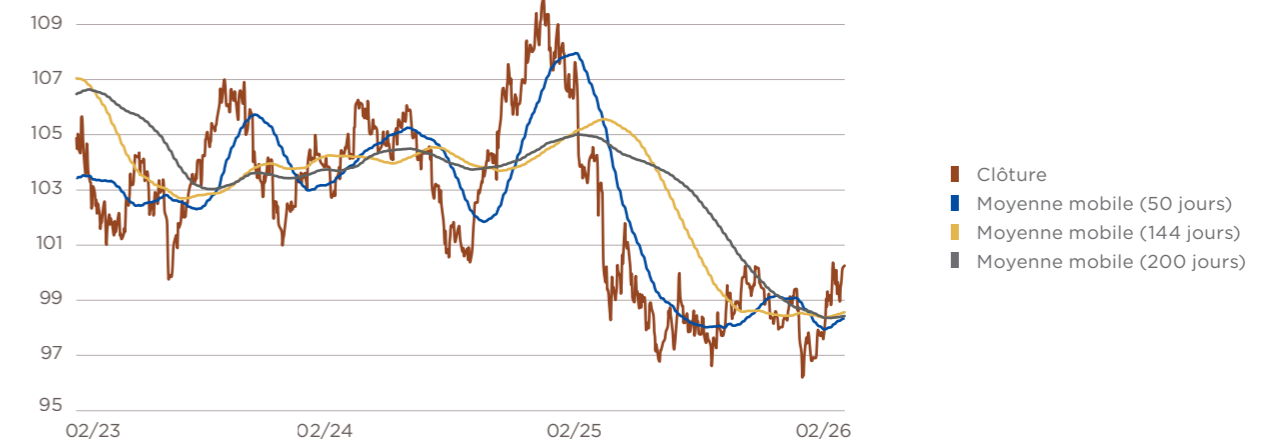
Les banques centrales face au choc iranien

Aux États-Unis, le marché ne s'attend plus à une baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale avant juillet 2027 et ce malgré l'arrivée de Kevin Warsh à la tête de la Banque centrale et les espoirs clairement affichés de Donald Trump. Le risque de retour de l'inflation occupe les esprits ainsi que celui de ralentissement économique. Les indices boursiers ont d'abord marqué le pas et testé leurs premiers supports face aux impacts du conflit au Moyen-Orient et au blocage du détroit d'Ormuz. Ils ont ensuite rebondi à chaque espoir de sortie du conflit, ajoutant à la volatilité générale. En conséquence, le dollar américain a repris des couleurs contre toutes les devises. Il bénéficie d'une stabilisation de son portage positif en réaction au risque de retour de l'inflation et joue son rôle usuel de valeur refuge dans un contexte de conflit international. Le Dollar Index a ainsi regagné 5% entre son plus bas de janvier et son plus haut de février 2026. Il faudrait toutefois un passage décisif au-dessus de 100,35 pour que l'indice poursuive sa course en direction de 102,85 puis potentiellement 104,60 alors que 97,50/98 lui offre un support. Il semble improbable de pouvoir rapidement renverser les attentes en

matière de taux d'intérêt et d'inflation dans le contexte géopolitique actuel et en conséquence aux dommages causés par l'Iran sur les sites de production énergétiques.

En Suisse, la situation diverge quelque peu de celle prévalant aux États-Unis. Même si le marché considère à nouveau la possibilité d'une prochaine hausse du taux directeur de la Banque nationale suisse, avec une augmentation de 0,25% attendue pour septembre 2026, la banque centrale fait face à une situation relativement compliquée. Les derniers chiffres de l'inflation pour le mois de mars ont été publiés à +0,30%, un niveau qui reste encore assez proche du seuil de la déflation. Lors de son comité de politique monétaire de mars, la BNS a d'ailleurs opté pour le statu quo gardant son taux à 0%, tout en se tenant prête à intervenir dans le marché des devises pour éviter une trop forte appréciation du franc. Proche de 0,90 mi-mars le cours de l'EUR/CHF restait une préoccupation pour l'institut d'émission. Les récents rebonds du dollar contre franc de 0,76 à 0,80 et de l'euro contre franc de 0,90 à 0,9250 baissent la pression. Ces niveaux seraient suffisants pour contenir l'inflation importée sans devoir monter les taux à court terme et suffisamment élevés pour éloigner le risque de déflation. La BNS devrait donc viser une certaine stabilité autour des cours actuels pour les prochaines semaines. À plus long terme, l'EUR/CHF devrait poursuivre son chemin en direction de 0,94/0,95 et l'USD/CHF viser 0,84.

Graphique 1 — Indice du dollar américain (U.S. Dollar Index)



Bloomberg, Edmond de Rothschild



L'Europe ne parvient pas à parler d'une seule voix lorsqu'il s'agit de prendre position sur le rôle qu'elle doit jouer dans le conflit en cours. Comme toujours le manque de cohésion politique reste perçu comme une faiblesse par les investisseurs et tend à peser sur le cours de l'euro. Ensuite, elle apparaît totalement dépendante du Moyen-Orient pour ses approvisionnements en énergie. Les bombardements iraniens de sites de production gazière et pétrolière dans les autres pays du Golfe font donc craindre le pire. Le blocage du détroit d'Ormuz impacte également l'Europe au travers du commerce d'autres produits, notamment les engrais pour le secteur de l'agriculture. Sur le plan de la politique monétaire, le retour annoncé de l'inflation a conduit les investisseurs à anticiper une hausse de 0,50% des taux directeurs de la BCE d'ici la fin de l'année. Pourtant, l'erreur historique de Jean-Claude Trichet, ancien président de la Banque centrale européenne, qui a consisté à remonter les taux trop fortement et trop rapidement en 2011, devrait faire réfléchir Christine Lagarde, l'actuelle présidente de l'institution. Une hausse de 0,25% (ou un statu quo) pourrait bien être plus crédible que celle de 0,50% actuellement envisagée. Face au dollar valeur refuge, l'EUR pourrait ainsi continuer à glisser graduellement vers la zone de 1,12/13 d'ici la fin de l'année.

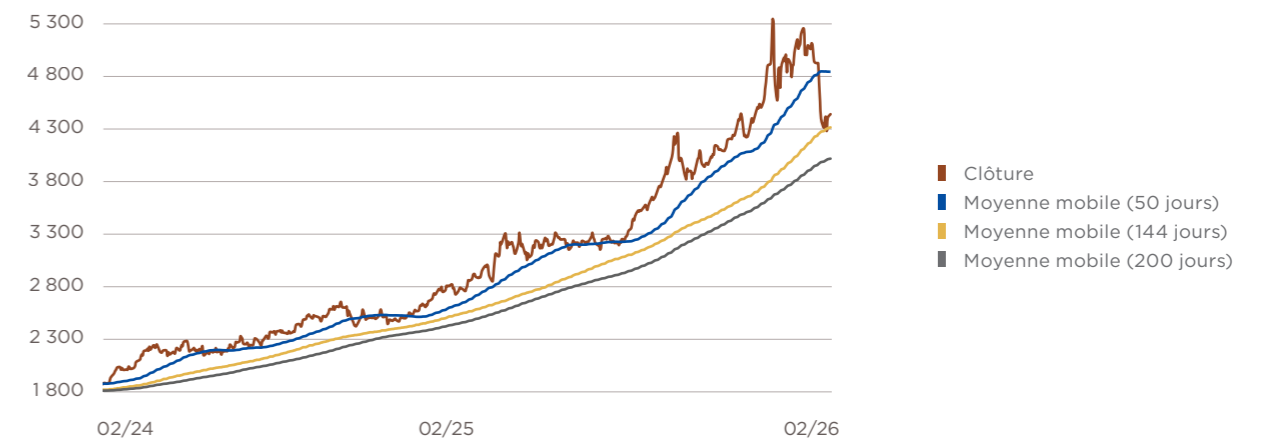
Au Japon, la première ministre Sanae Takaichi a réussi son pari et obtenu une large majorité parlementaire. Elle peut ainsi poursuivre sa politique d'élévation du pouvoir d'achat via un budget spécial et des largesses fiscales, le tout résultant en une augmentation des dépenses de l'État. Le conflit iranien ajoute cependant une nouvelle dimension à ses difficultés. La dépendance nipponne au pétrole en provenance du Moyen-Orient atteint près de 95% et un blocage prolongé du détroit d'Ormuz met en péril ses approvisionnements. Le risque supplémentaire supporté est double, une hausse des prix à la pompe et une baisse de l'activité des entreprises. De quoi rendre plus élevé encore le besoin d'injection de liquidités par un État dont les capacités financières sont loin d'être illimitées. Le recours aux réserves de pétrole nationales et à celles de l'Agence Internationale pour l'Énergie apporte seulement un répit. Le ministère des Finances (MOF) réfléchit même à intervenir sur le marché des contrats futures¹ sur le pétrole... Dans ce contexte, le marché s'attend à une hausse de 50 points de base de son taux directeur par la Banque du Japon (BoJ) pour contrer la réaccélération probable de l'inflation. Cette mesure fait d'autant plus de sens que la devise japonaise reste à un niveau historiquement bas proche de 160 yens pour 1 dollar américain et de 185 yens pour 1 euro. Une devise faible accentue le risque d'inflation importée et constitue un obstacle supplémentaire pour Sanae Takaichi dans sa mission visant à restaurer le pouvoir d'achat. Dans ce contexte, le MOF pourrait bien élargir ses considérations d'interventions au marché des devises. Le risque à court terme reste un test au-delà des niveaux psychologiques actuels vers 162 en USD/JPY et 187 en EUR/JPY avant un renforcement progressif du yen vers 152 et 178, soutenu par les actions de la BoJ et du MOF.

¹ Un contrat future ou contrat à terme, est un produit dérivé par lequel des investisseurs s'engagent à acheter ou à vendre, à une date fixée à l'avance et à un prix convenu, une quantité déterminée de cette matière première.

L'or a-t'il perdu son caractère de valeur refuge ?

Pourquoi l'or recule-t-il davantage que les indices boursiers dans ce contexte de guerre ? Plusieurs éléments sont à prendre en compte. En premier lieu, le fait que la demande récente ait été constituée par des achats d'Exchange Traded Funds (ETF) a créé une plus grande fragilité et volatilité du marché : un investisseur se défait plus aisément d'ETF que de barres d'or physique. Ensuite, dans un environnement de stress accentué, il est fréquent de prendre les profits là où il en reste et de liquider les actifs les plus liquides pour faire face aux appels de marges. L'or n'est repassé sous son niveau de clôture de 2025 que le 23 mars 2026, lors de sa journée de plongeon. Le changement d'anticipation sur l'évolution des taux d'intérêts s'impose comme troisième facteur explicatif. La rémunération plus élevée attendue sur le dollar questionne plus fortement la détention d'or qui ne verse aucun intérêt. Enfin, certaines banques centrales ont pris le contrepied dans la tendance prévalant dans leur secteur en vendant un peu d'or pour des raisons spécifiques. Dernière en date, la Banque centrale de Turquie a réduit ses réserves en métal jaune pour intervenir sur le cours de sa devise. Le mouvement du 23 mars semble avoir bien purgé le marché et la zone de 3 800 à 4 000 dollars l'once devrait constituer un support solide à moyen terme. Au-delà de 4 500, tout rebond risque en revanche de se heurter sévèrement au seuil psychologique des 5 000 dollars.

Graphique 2 — Cours de l'or par rapport au dollar américain (XAU/USD)



Edmond de Rothschild, Bloomberg



Avertissement

Le présent support est émis par Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés. Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses. Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment d'Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations: à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles d'Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation d'Edmond de Rothschild.
Copyright © Edmond de Rothschild – Tous droits réservés

Directeur de la publication: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO
Rédacteur en chef: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research
Coordnatrice d'édition: Ariane Girouard
Achevé de rédiger le 27 avril 2026
Design: Lou Pellicari
Images: Edmond de Rothschild

