

# LA LETTRE DU CIO AM

---

## ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX THÈMES D'INVESTISSEMENT - AVRIL 2026 par Benjamin Melman

Global Chief Investment Officer, Asset Management



# Cyclope ou l'illusion de stabilité

Le mouvement de marché des dernières semaines s'inscrit dans une mécanique presque classique, celle d'un balancier qui oscille entre excès de peur et de soulagement, mais dont l'amplitude, cette fois, révèle davantage qu'un simple ajustement technique. **Après une phase d'escalade brutale au Moyen-Orient, les actifs risqués ont rebondi avec une vigueur qui surprend tant par son intensité que par sa rapidité puisque cette séquence de hausse se situe dans le centième percentile des progressions sur dix jours du S&P depuis 1950**, portée par les valeurs de croissance, et en particulier, les secteurs liés à la technologie (hardware, semi-conducteurs et mémoire). Comme si les investisseurs, déjà aguerris par la succession des chocs récents – Covid, Ukraine, tensions commerciales –, avaient intégré l'idée que toute crise géopolitique, quelle qu'elle soit, appelle désormais une normalisation rapide.

**Pourtant, derrière ce rebond, les fondamentaux ont évolué de manière plus subtile, voire plus préoccupante.** Le choc énergétique, loin de s'être dissipé, continue de diffuser ses effets dans les économies les plus exposées, en particulier en Asie et en Europe où la hausse durable des prix du gaz – jusqu'à +120 % sur certaines échéances – pèse directement sur la croissance et sur les marges des entreprises. **Ce décalage entre la dynamique des marchés et celle de l'économie réelle, tel un cyclope portant son regard sur un seul angle de vue, constitue sans doute la première source de fragilité du régime actuel.**

Durant cette crise, la plus grave dans l'histoire du secteur de l'énergie mondiale, notre vision géo-économique a consisté dans un premier temps à couvrir les risques extrêmes, liés notamment





à la destruction potentielle de capacités de production pétrolière et gazière, considérant que le risque d'escalade devait d'abord augmenter avant de laisser place à une longue séquence de désescalade, classique dans la doctrine de Trump ; puis dans un second temps, à ne pas céder à la panique durable, pondérant cette fois le primat du facteur économique sur les aspects militaires dans l'équation de la Maison Blanche, celle-ci devant conjurer le sort des élections de mi-mandat, et protéger autant que possible le pouvoir d'achat des consommateurs. Nous avons ainsi choisi de réallouer progressivement vers les actifs risqués (actions et crédit) à la fin du mois de mars, considérant que le marché surinterprétait un scénario de crise durable. Nonobstant cette faculté du marché « à voir à travers », il serait tout aussi imprudent aujourd'hui de se laisser emporter par l'euphorie. **Le rebond actuel n'est pas une validation du scénario optimiste ; il est avant tout le reflet d'un repositionnement technique, alimenté par des flux de rachat et une sous-exposition initiale des investisseurs.**

Car ce conflit, s'il ne semble pas remettre en cause le cycle global, peut en modifier déjà la hiérarchie. **À notre sens, les États-Unis apparaissent comme les principaux bénéficiaires relatifs de ce nouvel environnement, portés par leur indépendance énergétique, le moteur encore intarissable de l'IA et son boom de l'investissement, et une politique budgétaire/monétaire plus flexible qu'ailleurs.** À ce titre, les performances stupéfiantes du nouveau modèle d'Anthropic, Mythos, laissent espérer des mises en application concrètes de l'IA et des gains de productivité substantiels qui justifient les CAPEX élevés des géants de la technologie. De son côté, **la Chine, malgré un ralentissement structurel, conserve une forme de protection via son mix énergétique et sa capacité d'intervention étatique.** À l'inverse, **l'Europe et le Japon cumulent les vulnérabilités au moment même où l'élan du volontarisme économique les distinguaient parmi le concert des économies avancées.** Désormais, la dépendance énergétique, le mandat unilatéral de la BCE sur l'ancrage de l'inflation, et les marges de manœuvre budgétaires limitées rendent certaine la révision à la baisse de la croissance du PIB (exemple de l'Allemagne) et des bénéfices des grandes entreprises de la zone euro, ceux-ci encore anticipés à 12 % en 2026 et +11,5 % en 2027. Les actions japonaises connaissent une partie des contingences européennes associées à des valorisations revenues bien au-dessus des médianes de long terme. Ces disparités géographiques ne sont pas conjoncturelles ; elles redessinent progressivement la carte des gagnants et des perdants de ce paradigme atypique et heurté. Ce faisant, les dividendes de la paix des décennies passées sont aujourd'hui plus que jamais questionnés.

**Si l'une des leçons des crises passées est de rester investi en permanence en actions bien choisies tant que l'exceptionnalisme américain tient encore, plusieurs lignes de fracture méritent une attention méticuleuse.**

- **La première concerne la nature du choc pétrolier et de ses dérivés** (l'essence, du diesel, du kérosène, gaz naturel) puisqu'il s'agit de la crise énergétique la plus importante de l'histoire de



l'aveu même de l'AIE, avec une perte sèche de flux pétroliers se situant loin devant les deux chocs des années soixante-dix. Tant que la situation perdure et que le détroit d'Ormuz reste fermé, les tensions sur le marché pétrolier ne peuvent que s'aggraver. Les exportations sont fortement perturbées et les pays producteurs sont contraints de réduire leur production à mesure que leurs capacités de stockage se saturent. L'Irak a déjà été obligé de baisser fortement ses volumes, le Koweït suit, et les Émirats arabes unis atteindront à leur tour un seuil critique de stockage d'ici quelques jours si aucun accord ne se dessine. La normalisation du marché pétrolier prendra du temps. Il faudra d'abord que les tankers actuellement bloqués puissent livrer leurs cargaisons, puis qu'ils retournent dans le Golfe persique pour évacuer les stocks accumulés chez les pays exportateurs. Ce n'est qu'une fois ces stocks progressivement résorbés que la production pourra revenir à son régime normal. L'ensemble de ce processus pourrait s'étaler sur une période de deux à trois mois avant un retour à une situation plus équilibrée. La situation restera aussi tendue sur les fertilisants et sur les prix alimentaires.

- **Le deuxième point d'attention concerne la dette et le levier comme le souligne le Rapport de Stabilité du FMI**, dans un environnement où la remontée des taux souverains – alimentée par les besoins de financement publics et les tensions inflationnistes – devient structurelle. En corollaire, la fragmentation du système financier, illustrée par la montée en puissance du crédit privé et par une dispersion croissante des conditions de financement selon les zones et les acteurs réclame une vigilance accrue. S'il ne présente pas aujourd'hui de caractéristiques assimilables à un risque systémique de type *subprimes*, nous percevons le Crédit Privé américain comme un puissant amplificateur potentiel en cas de choc exogène, du fait de son illiquidité, de la discrétion dans les valorisations et de la transparence limitée sur la qualité des sous-jacents. Les signaux de marché convergent pour l'instant vers un scénario de normalisation graduelle – *deleveraging* progressif, pressions de liquidité contenues, tensions surtout sectorielles – mais un ajustement des anticipations, notamment sur les segments technologiques et liés à l'intelligence artificielle, pourrait servir de catalyseur à une correction plus large susceptible de se transmettre au crédit.
- **Le troisième risque renvoie à la dynamique même des marchés actions, de plus en plus dépendants de moteurs étroits – technologie et intelligence artificielle –**, au risque de renforcer une économie en « K », où la croissance ne se diffuse plus. Si l'on en juge les attentes de résultats pour 2026 sur le S&P500, les 14 % de croissance des bénéficiaires se concentrent sur le secteur technologique et sur les secteurs cycliques avec une capacité bénéficiaire respective de +30 % et de +6 % dont +22 % sur les matériaux de base tandis que les secteurs non-cycliques voient leurs attentes bénéficiaires en baisse de l'ordre de 4 %.



**C'est dans ce contexte que se pose avec acuité le dilemme des banques centrales.** Confrontées à un choc d'offre inflationniste, pourtant différent de celui de 2022 où l'excès de demande accentuait en amont les pressions sur les prix, **elles doivent arbitrer entre soutien à la croissance et crédibilité de leur mandat. En Europe, le risque d'erreur de politique monétaire – déjà observé en 2008 ou 2011 – redevient tangible**, alors même que chaque hausse de taux de 50 points de base pourrait retrancher jusqu'à 0,5 point de croissance, comme le suggère le modèle de type DSGE de la BCE. **Aux États-Unis, la situation est plus favorable, la Fed conservant une capacité d'ajustement grâce à une inflation mieux ancrée et à un marché du travail en voie de normalisation.** Mentionnons que la dernière audition de Kevin Warsh laisse entendre une préférence pour l'indicateur d'inflation de type moyenne tronquée (*trimmed mean*), qui consiste à retirer les extrêmes (les hausses et baisses de prix les plus fortes) pour dégager une tendance plus stable. Car selon lui, les dommages liés à l'inflation se sont atténués et la tendance s'est améliorée depuis un an, ce qui justifie une vision relativement confiante sur la désinflation et à terme, les baisses de taux.

Dès lors, en allocation d'actifs, l'impression de stabilité qui se dégage des marchés apparaît largement illusoire. Elle repose sur l'hypothèse implicite d'un choc temporaire, rapidement absorbé, et sur la conviction que les banques centrales resteront en soutien. Mais cette lecture occulte le fait que les déséquilibres – énergétiques, budgétaires et financiers – ne se résorbent pas ; ils se déplacent et fort heureusement ne se manifestent pas au même moment. **Rester surpondéré en actions et en crédit, dans ce contexte, ne relève pas d'un optimisme démesuré mais d'un constat pragmatique : le cycle n'est pas rompu mais il change l'attrait relatif des États-Unis et des pays émergents versus les zones encore trop tributaires de l'accès à l'énergie telles que la zone euro et le Japon.** Mais cette exposition actions et crédit doit désormais s'accompagner d'une vigilance accrue et permettre d'utiliser le reflux de la volatilité pour construire des portefeuilles plus convexes. Car si le marché, comme un cyclope, ne regarde qu'un seul horizon, celui du rebond, il pourrait bien ignorer les signaux périphériques qui annoncent déjà les prochaines tensions.

Sur un investissement plus long, cette crise majeure porte aussi la marque de la poursuite du mouvement des plaques tectoniques de la géopolitique. Ce contraste tend à nous conforter dans l'idée que **l'investisseur de moyen-long terme doit plus que jamais diversifier son allocation et ses thématiques**, surtout celles qui sont encore à la mode. Il nous confirme aussi l'intérêt des deux stratégies que nous avons lancées ces derniers mois, Global Resilience et Mission Europa. La première visant à se concentrer sur les entreprises résilientes dans un monde instable, la deuxième sur les entreprises qui profiteront de la réponse européenne à cet environnement. Nous relierons cette thèse d'investissement au discours récent de Mark Carney à Davos, soulignant l'avènement d'une doctrine des puissances moyennes occidentales, se basant sur la perception que la garantie américaine n'est plus perçue comme totalement automatique, ni politiquement neutre et réaffirmant l'impérieux besoin d'une souveraineté stratégique.



	Nos convictions	Évolution par rapport au mois passé
<b>CLASSES D'ACTIFS</b>		
Actions	= / +	→
Obligations	= / +	→
Dollar	=	→
Cash	-	→
<b>ACTIONS</b>		
US	+	↑
Europe (ex-UK)	=	→
Royaume-Uni	=	→
Japon	=	↓
Chine	= / +	↑
Émergents Global	= / +	↓
<b>OBLIGATIONS SOUVERAINES</b>		
US	= / +	↑
Eurozone	= / +	↑
Émergents	+	→
<b>OBLIGATIONS D'ENTREPRISES</b>		
US Investment Grade	+	↑
Euro Investment Grade	+	↑
US High Yield	= / +	→
Euro High Yield	= / +	→

Vues du comité d'investissement sur la classe d'actifs/ zone géographique sur une échelle allant de -/ - à +/ +.  
Source: Edmond de Rothschild Asset Management (France). Scores arrêtés au 20/04/2026.



## EN BREF

- Après avoir accompagné le rebond des marchés dans notre allocation d'actifs suite à l'escalade au Moyen-Orient, nous estimons que son intensité et sa rapidité traduisent avant tout un repositionnement technique (flux de rachat, sous exposition préalable), plutôt qu'une validation d'un scénario macroéconomique optimiste. Ce mouvement masque un décalage croissant entre marchés financiers et économie réelle, fragilisée par un choc énergétique durable, en particulier en Europe et en Asie.
- Trois risques majeurs se dessinent : une crise énergétique d'ampleur historique, une vulnérabilité accrue liée à la dette et au crédit privé, et des marchés actions tributaires de moteurs trop étroits (technologie et IA), au risque de renforcer une économie en « K », où la croissance ne se diffuse plus.
- Les banques centrales doivent arbitrer entre lutte contre l'inflation et soutien à la croissance, avec un risque d'erreur accru en Europe et davantage de flexibilité aux États-Unis. Rester surpondéré en actions et en crédit demeure cohérent, mais impose une vigilance renforcée et la construction de portefeuilles plus convexes pour faire face aux prochaines tensions.

### AVERTISSEMENT :

**Achévé de rédiger le 20/04/2026. Le présent document est émis par Edmond de Rothschild Asset Management (France).**

Ce document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild. Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document. Ce document n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'EdRAM sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. EdRAM ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent notamment être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. «Edmond de Rothschild Asset Management» ou «EdRAM» est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du Groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Management du Groupe Edmond de Rothschild.

### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47 rue du Faubourg Saint-Honoré / FR - 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

[www.edmond-de-rothschild.com](http://www.edmond-de-rothschild.com)

