



## EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

### FLASH MARCHÉS : VERS UNE GUERRE D'USURE RÉGIONALE

- **Téhéran maintient une ligne de fermeté et cherche à renchérir rapidement le coût économique et géopolitique pour ses adversaires, en visant en priorité les infrastructures énergétiques et les voies maritimes.**
- **Si la crise s'installe, une hausse durable des prix de l'énergie pourrait peser simultanément sur le pouvoir d'achat des ménages, les coûts des entreprises et leurs marges.**
- **Pour l'instant, la réaction boursière reste limitée, mais la hausse de la volatilité implicite (notamment sur le pétrole), le redressement des anticipations d'inflation et le maintien d'une prime de risque géopolitique élevée traduisent une inquiétude croissante.**

**Alors que l'opération Epic Fury lancée conjointement par les États-Unis et Israël contre l'Iran entre dans son septième jour, l'hypothèse d'une intervention brève, ciblée et maîtrisée s'estompe. Ce qui devait ressembler à une opération chirurgicale commence à prendre la forme d'un affrontement appelé à durer, avec le risque de s'installer dans une logique de guerre d'usure à l'échelle régionale. Ceci renforce d'un cran notre scénario probabilisé à cinquante pour cent d'une guerre d'usure avec un accord in fine entre le successeur de Ali Khamenei et Donald Trump, ce dernier pouvant se targuer de l'élimination de l'ancien dirigeant et de la destruction des capacités militaires iraniennes comme des victoires. Ces développements seront in fine propices à un regain d'appétit pour le risque et une rechute du prix du pétrole.**

**Les premières frappes ont pourtant infligé des dégâts significatifs au régime iranien. Plusieurs figures centrales de l'appareil de pouvoir ont été éliminées et une partie des capacités militaires du pays a été sérieusement dégradée. Pour autant, la supériorité technologique et la puissance de feu initiale ne suffisent pas à neutraliser la capacité de nuisance d'un régime rompu aux logiques de confrontation asymétrique. Les infrastructures énergétiques du Golfe ont déjà été visées. Le détroit d'Ormuz, passage stratégique de la circulation pétrolière mondiale, demeure sous la menace d'attaques et de facto fermé tant la traversée est risquée. Les routes maritimes régionales sont exposées à des perturbations susceptibles de se répéter.**

**L'épisode rappelle combien les conflits contemporains ne se jouent pas seulement sur les premières heures d'une opération militaire, mais sur la faculté des protagonistes à soutenir la pression, à absorber les chocs et à maintenir l'initiative sur le temps long.**

**À Téhéran, la posture affichée reste celle de la fermeté. Le régime paraît décidé à faire monter rapidement le coût économique et géopolitique pour ses adversaires, en visant prioritairement les infrastructures énergétiques et les voies maritimes. L'objectif semble**

clair, celui de transformer une confrontation militaire en crise systémique pour la région et pour les grandes économies importatrices d'hydrocarbures.

Sur le plan intérieur, l'affaiblissement du régime ne signifie pas pour autant un effondrement imminent. L'expérience historique montre que des structures autoritaires peuvent se maintenir malgré des pressions externes intenses, dès lors que l'appareil de sécurité et les élites économiques demeurent alignés sur le pouvoir central. La fragilisation politique ne débouche pas mécaniquement sur une transition ordonnée ou rapide, comme le suggère notre scénario adverse intitulé « risque de chaos », probabilisé à 20 %. Dans cette alternative, des tensions croissantes entre les différentes factions (politiques, ethniques) apparaîtraient, ce qui laisse craindre un scénario « libyen », avec des perturbations durables sur les flux énergétiques et des craintes de spirale inflationniste.

En bref, la perspective d'un conflit prolongé, rythmé par des escalades limitées suivies de phases de tension latente, gagne en crédibilité. Ce scénario cesse progressivement d'être perçu comme une simple hypothèse extrême pour devenir la trajectoire jugée la plus probable par une partie croissante des observateurs. Le scénario d'un changement rapide de régime, très positif pour les actifs risqués, n'est probabilisé qu'à hauteur de 30 % selon nos propres estimations.

Les marchés financiers, eux, ont initialement abordé l'opération Epic Fury comme un choc temporaire. La réaction initiale trahit l'idée que la perturbation serait circonscrite et que les flux d'hydrocarbures ne subiraient au pire qu'une gêne transitoire. Or la configuration énergétique se transforme. Le prix du pétrole intègre désormais une prime de risque géopolitique importante, tandis que la tension sur les prix concerne également les produits raffinés tels que le diesel, le fioul ou les distillats, pour lesquels les stocks sont nettement plus bas que ceux du brut, ceci pouvant accentuer le stress inflationniste.

Si la crise s'installe, plusieurs canaux macroéconomiques pourraient s'enclencher simultanément. La hausse durable des prix de l'énergie renchérit les coûts pour les ménages comme pour les entreprises et leur marge. Les perturbations du transport maritime font grimper les coûts de fret dans un système déjà fragilisé par les tensions successives sur les chaînes d'approvisionnement. L'incertitude géopolitique accrue pèse sur les décisions d'investissement, les arbitrages d'épargne et le moral des agents économiques.

Les estimations disponibles suggèrent qu'une augmentation de 15 dollars du prix du baril pourrait ajouter environ un point d'inflation dans les économies développées tout en retranchant entre 0,3 et 0,4 point de produit intérieur brut à la croissance mondiale. Le choc en cours porte ainsi la marque d'un choc d'offre négatif, combinant pressions inflationnistes et ralentissement de l'activité.

C'est la configuration que redoutent le plus les investisseurs puisqu'elle ravive le spectre d'un environnement stagflationniste, où la hausse des prix se conjugue à une croissance en perte de vitesse, réduisant les marges de manœuvre des autorités monétaires comme des gouvernements.

Pour l'heure, la réaction boursière demeure contenue. Les taux longs se sont légèrement tendus aux États-Unis tandis que la tension est bien plus palpable en zone euro. Le dollar s'est apprécié, confirmant une fois encore son statut de valeur refuge. Mais derrière cette réaction mesurée apparaissent les signes d'une inquiétude plus profonde. La volatilité implicite progresse, notamment sur le pétrole. Les anticipations d'inflation se redressent à la marge. La prime de risque géopolitique, quant à elle, reste élevée, en particulier sur les actifs liés à l'énergie, au transport maritime et à certaines zones émergentes exposées.

**Les investisseurs semblent ainsi ajuster progressivement leur scénario central, en intégrant une probabilité accrue de dérive inflationniste de court terme. Cette phase de recalibrage pourrait se poursuivre tant que l'orientation de la politique monétaire américaine ne sera pas clarifiée.**

**Les stratégies d'allocation reflètent ce climat d'attentisme. En attendant d'y voir plus clair, la prudence tactique reste de mise selon nous, dans la mesure où le risque de hausse additionnelle des prix de l'énergie est significatif, que ce soit à cause de dégâts sur les infrastructures ou des arrêts de production contraints faute de capacité d'exportation via le détroit d'Ormuz. Néanmoins, une fois que le risque géopolitique sera davantage sous contrôle, il conviendra d'accentuer notre surpondération sur les actifs risqués et en particulier sur les indices actions, avec une reprise du « *broadening* » compte tenu de la solidité de la dynamique économique mondiale, de la relance fiscale à venir et d'un moindre risque lié à l'IA hors des États-Unis. Sur les taux, nous prenons nos profits sur notre surpondération sur les emprunts d'États, en attendant une meilleure visibilité sur les matières premières.**

## ACTIONS EUROPÉENNES

La semaine a été marquée par une escalade rapide du conflit au Moyen Orient, qui a provoqué une envolée des prix de l'énergie, notamment en raison de la paralysie du détroit d'Ormuz. Parallèlement, l'inflation a rebondi en zone euro en février à +1,9 %. Ce contexte de hausse potentiellement durable des prix de l'énergie, combiné au rebond de l'inflation soulève ainsi de nouvelles craintes quant à une éventuelle stagflation qui pourrait s'installer en Europe, alors que le marché anticipe désormais une hausse des taux directeurs de la BCE d'ici la fin de l'année. Bien qu'elle soit passée au second plan cette semaine, la thématique de l'IA demeure l'un des principaux moteurs du marché, entre reprise des inquiétudes liées à des schémas de financements circulaires, après l'annonce d'une nouvelle levée de fonds d'OpenAI, et signaux positifs en provenance du secteur, à l'image des annonces de Broadcom, qui profitent à certains acteurs européens comme **STMicroelectronics**.

Du côté microéconomique, la semaine illustre clairement la différenciation sectorielle induite par le conflit au Moyen-Orient et la hausse des prix de l'énergie. Les entreprises directement exposées à ces tensions souffrent : la compagnie aérienne **Wizz Air** abaisse ses perspectives, pénalisée par les suspensions de vols, les perturbations opérationnelles et une facture de carburant alourdie, tandis qu'**Adidas** ne parvient pas à convaincre, entre *guidance* jugée prudente et exposition significative à une région désormais sous contraintes. À l'inverse, le segment de la défense a pleinement bénéficié du contexte, même si des prises de bénéfices ont été observées en fin de semaine sur des titres comme **BAE Systems**, **Leonardo** ou encore **Dassault Aviation**. Ce dernier a publié des résultats supérieurs aux attentes et des perspectives solides, portées par la multiplication des fronts géopolitiques ces derniers mois. Même constat pour **Thales**, qui surprend avec une génération de cash supérieure de 30 % aux attentes, même si le groupe reste prudent sur ses perspectives. Par ailleurs, le leader européen de services multi-techniques **Spie** a publié des résultats 2025 marqués par une rentabilité record et une forte génération de trésorerie, soutenu notamment par la croissance en Allemagne et une politique d'acquisitions active. **ASML** a, de son côté, présenté des résultats annuels solides, avec une marge brute supérieure aux attentes et une *guidance* 2026 jugée convaincante. Enfin, **Prada** a publié des résultats en ligne avec les attentes mais la consolidation de **Versace** devrait peser sur les résultats jusqu'en 2026.

## ACTIONS AMÉRICAINES

Sur la semaine, le S&P 500 recule de 0,70 % et le Russell 2000 de 1,78 %, tandis que le Nasdaq Composite parvient à gagner 0,36 %, illustrant la meilleure résistance des grandes valeurs de croissance par rapport aux Small Caps et aux segments les plus spéculatifs. La volatilité implicite est restée élevée : le VIX a touché 28 en début de semaine avant de se détendre. Les taux souverains se sont tendus sur l'ensemble de la courbe (le 10 ans évoluant autour de 4,1 %), signe qu'un scénario de pressions inflationnistes plus durables commence à être intégré par le marché. Le dollar se renforce de nouveau, alors que le WTI est passé en quelques jours d'environ 71 à plus de 80 dollars le baril, enregistrant sa plus forte séance depuis 2020 et sa première clôture au-dessus de 80 dollars depuis l'été 2024.

Sur le plan thématique, l'intelligence artificielle et la régulation technologique restent au cœur du narratif des marchés. **Nvidia** s'illustre de nouveau, entre annonces d'investissements massifs dans la photonique et craintes de nouvelles restrictions américaines sur les exportations de puces IA. Le Pentagone a officiellement qualifié **Anthropic** de risque pour la chaîne d'approvisionnement, tandis qu'**OpenAI** lance de nouveaux modèles et explore des partenariats publicitaires (notamment avec **Trade Desk**), nourrissant à la fois l'optimisme sur le potentiel de monétisation et les inquiétudes autour d'un possible « *AI capex squeeze* » pour certains acteurs (annonces de réductions d'effectifs chez **Oracle** et d'autres groupes technologiques). La semaine est également marquée par une forte dispersion intra-tech, avec un net rebond du software et de la cybersécurité, dans le sillage d'un début de débouclage du *pair trade Long semi-conducteurs / Short software*.

Sur le plan sectoriel, le mouvement reste cohérent avec le choc énergétique et le regain de nervosité sur la croissance observés cette semaine. L'énergie (+0,84 %) ressort comme le principal gagnant, portée par la flambée du brut et par une meilleure visibilité à court terme sur les revenus des majors, en phase avec les fortes hausses enregistrées par le WTI. La consommation discrétionnaire (+0,52 %) a également terminé la semaine en territoire positif, soutenue par la bonne tenue de plusieurs valeurs de retail et de e-commerce. Les financières (-0,40 %) ont légèrement reculé mais résistent mieux que le marché, dans un environnement de taux élevés qui continue de soutenir les banques et une partie des acteurs du crédit.

À l'inverse, plusieurs secteurs traditionnellement défensifs ont nettement souffert. La consommation de base (-5,18 %) enregistre sa plus forte baisse hebdomadaire, pénalisée par des publications décevantes et des arbitrages en faveur de l'énergie. La santé (-1,98 %) et les utilities (-1,77 %) reculent également, sous l'effet de la hausse des taux et de prises de bénéfices. Les secteurs cycliques et les segments les plus exposés au cycle mondial restent aussi sous pression : les matériaux (-5,36 %), l'industrie (-2,87 %) et l'immobilier coté (-1,24 %) traduisent une montée des inquiétudes sur la croissance réelle en cas de prolongation du choc pétrolier. Enfin, les communications (-1,02 %) accusent un léger repli, malgré la résilience de certains grands noms de l'internet et des médias.

## MARCHÉS ÉMERGENTS

L'indice MSCI EM a reculé de 6,64 % cette semaine. La Corée, le Mexique, Taïwan, le Brésil, la Chine et l'Inde ont reculé respectivement de 13,53 %, 6,89 %, 6,21 %, 6,06 %, 4,91 % et 2,65 %.

En **Chine**, l'indice PMI manufacturier est tombé à 49,0 en février, pénalisé par les vacances prolongées du Nouvel An lunaire (neuf jours, un record). L'indice PMI non manufacturier recule également, à 49,5. À l'inverse, le PMI manufacturier Caixin (secteur privé) a nettement rebondi à 52,1, son plus haut niveau depuis décembre 2020, porté par la plus forte hausse des nouvelles commandes à l'exportation depuis septembre 2020.

À **Taïwan**, l'indice PMI manufacturier a fortement progressé, passant de 51,7 en janvier à 55,2 en février, soit son plus haut niveau depuis décembre 2020. La production et les nouvelles commandes enregistrent leur plus forte croissance depuis plus de quatre ans et demi. Le chiffre d'affaires de **Hon Hai Precision** a, de son côté, augmenté de 21,6 % en glissement annuel sur les deux premiers mois de 2026.

En **Inde**, l'indice PMI manufacturier s'est établi à 56,9 en février, porté par la plus forte expansion de la production industrielle en quatre mois et par une demande intérieure solide. L'indice PMI des services ressort à 58,1, ce qui porte le PMI composite à 58,9. Les États-Unis ont par ailleurs accordé une licence temporaire de 30 jours autorisant les raffineries indiennes à acheter du pétrole russe chargé sur des navires avant le 5 mars.

Au **Mexique**, la présidente Claudia Sheinbaum a appelé à un retour à la diplomatie multilatérale et condamné les invasions, alors que le conflit entre les États-Unis et l'Iran s'intensifie. Le gouvernement a par ailleurs suspendu les permis d'importation de 350 entreprises sidérurgiques, après la détection d'activités présumées irrégulières.

Au **Brésil**, le PIB du quatrième trimestre a augmenté de 0,1 %, conformément aux estimations, portant la croissance à 1,8 % pour l'ensemble de l'année 2025. Le Sénat a approuvé l'accord commercial entre le Mercosur et l'Union européenne, achevant ainsi la phase de ratification au Congrès. **Petrobras** a publié des bénéfices supérieurs aux prévisions, portés par une production pétrolière robuste et des exportations record qui ont contribué à amortir la baisse des prix du brut.

## DETTES D'ENTREPRISES

Le rendement du Bund allemand à 10 ans a fortement progressé cette semaine, dépassant 2,87 % (contre environ 2,65 % fin février). Cette tension s'explique par une résurgence des craintes inflationnistes dans un contexte d'instabilité géopolitique au Moyen-Orient et de hausse des prix de l'énergie. Malgré des chiffres de ventes au détail décevants en Allemagne, le marché privilégie une prime de risque « inflation » plus élevée, limitant les espoirs de baisse rapide des taux de la BCE. Le marché intègre même désormais l'hypothèse d'une hausse de taux cette année. Cette remontée des taux sans risque pèse sur les valorisations « *total return* » du crédit, malgré la bonne tenue des spreads. Sans surprise, les segments les plus sensibles aux taux - dettes d'État et Investment Grade long - souffrent le plus : Eurostoxx - 6 %, dettes souveraines -1,5 %, IG -0,8 %, High Yield -0,5 % sur la semaine.

Dans ce contexte, le marché du crédit d'entreprises « cash » fait preuve d'une grande résilience, avec des spreads qui tiennent bien : l'IG ne s'écarte que de 3 points de base et le HY de 8 points de base. Les investisseurs se couvrent via les dérivés de crédit (Main : +5 bps, Crossover : +20 bps), mais ne vendent pas massivement. Les poches de liquidités restent élevées et les positionnements demeurent défensifs, ce qui explique la surperformance du cash par rapport aux dérivés cette semaine.

On observe par ailleurs une sélectivité accrue sur les valeurs cycliques : les secteurs les plus intensifs en énergie, comme la chimie, font l'objet de prises de bénéfices. Les flux restent néanmoins positifs, soutenus par des rendements « *all-in* » redevenus attractifs (près de 4 % sur l'IG).

Le sentiment global demeure celui d'une prudence constructive. Si le portage constitue le principal moteur de performance, le risque de « *repricing* » des taux souverains face aux chocs énergétiques est le principal catalyseur à surveiller. À court terme, l'attention se portera sur les prochaines publications d'IPC en zone euro et sur la capacité du marché primaire à absorber l'offre sans élargissement majeur des spreads.

*Achévé de rédiger le 06/03/2026.*

## **GLOSSAIRE**

- Les titres « Investment Grade » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).
- Les titres « High Yield » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations Investment Grade (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.
- La dette senior bénéficie de garanties spécifiques. Son remboursement se fait prioritairement par rapport aux autres dettes, dites dettes subordonnées.
- La dette est dite subordonnée lorsque son remboursement dépend du remboursement initial des autres créanciers.
- Tier 2 / Tier 3 : segment de la dette subordonnée.
- La durée correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (intérêt et capital).
- Le spread désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité.
- Les valeurs dites « Value » sont considérées comme sous-évaluées.
- EBITDA est l'acronyme de Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (en français : résultat d'exploitation avant intérêts, impôts et amortissement). Il mesure donc la création de richesse avant toute charge calculée. Il trouve son équivalent français en l'EBE (Excédent brut d'exploitation).
- CTA : stratégie quantitative qui investit principalement via des contrats à terme (futures) dans une vaste palette d'actifs financiers : Indices Actions, Taux Courts, Taux Longs, Devises, Matières Premières
- Le terme "Quantitative Easing" désigne un type de politique monétaire dit non conventionnel auquel peuvent avoir recours les banques centrales dans des circonstances économiques exceptionnelles.
- Un « stress test » est une technique destinée à évaluer la résistance d'institutions financières.
- L'indice PMI, pour "Purchasing Manager's Index" (indice des directeurs des achats), est un indicateur permettant de connaître l'état économique d'un secteur.
- Coco (contingent convertible bonds) : format de dette subordonnée.
- Mortgage : une hypothèque est un instrument financier de garantie d'une dette.

- Les AT1 font partie d'une famille de titres de capital bancaire connus sous le nom de convertibles contingents ou «Cocos». Convertibles parce qu'elles peuvent être converties d'obligations en actions (ou dépréciées entièrement) et contingentes parce que cette conversion ne se produit que si certaines conditions sont remplies, comme la solidité du capital de la banque émettrice tombant en dessous d'un seuil de déclenchement prédéterminé.
- Les RT1 : souches obligataires perpétuelles avec un rappel anticipé possible à 10 ans. Le paiement des coupons est discrétionnaire et non cumulatif.

## **AVERTISSEMENT**

### **Ceci est une communication marketing.**

Le présent support est émis par le groupe 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 du groupe 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 du groupe 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. Le groupe 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 du groupe 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 du groupe Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild. Copyright © groupe Edmond de Rothschild - Tous droits réservés.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré 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