



# Stratégie d'investissement

Mars 2026



"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS WITH US AFTER WE'VE STOPPED LOOKING."

CORY RICHARDS,  
PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE  
VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.

  
**VACHERON CONSTANTIN** | ONE OF  
GENÈVE | NOT MANY.

CONTACT US +4122 580 1755

# TABLE DES MATIÈRES

## Introduction

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

## « Big picture »

5-6 Nos principales convictions

## Scénario économique par région

8-10 Vue globale  
11-15 États-Unis  
16-19 Suisse  
20-23 Zone Euro  
24-26 Royaume-Uni  
27-28 Japon  
29-30 Chine  
31-33 Marchés émergents

## Perspectives et stratégies par classe d'actifs

37-39 Devises  
40-42 Obligations internationales  
43-44 Obligations suisses  
45-47 Immobilier international  
48 Immobilier suisse  
49-51 Actions internationales - régions  
52 Actions internationales - secteurs  
53 Actions suisses  
54 Actions suisses - secteurs  
55-56 Matières premières  
57 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

## Stratégie globale - Allocation d'actifs

59 Portefeuille CHF  
60 Portefeuille EUR  
61 Portefeuille USD

## Thème d'investissement - Focus

63-65 Risques de déstructuration de l'agriculture mondiale

## INTRODUCTION

### Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- La guerre au Moyen-Orient menace toutes les prévisions pour 2026
- Le choc pétrolier est un « game changer » pour les perspectives d'inflation
- Banques centrales prises à contre-pied forcées de réviser leurs politiques monétaires
- La croissance économique mondiale est fortement impactée, risques sérieux de stagflation
- Retour en force de la volatilité et des incertitudes pour la plupart des actifs financiers
- Pivot potentiel pour le dollar en phase possible de revalorisation en 2026

Le trimestre a été fortement marqué par l'éclatement du conflit au Moyen-Orient le 28 février et les développements dramatiques qui se sont succédé pendant le mois de mars. L'extension extrêmement rapide du conflit au-delà des frontières iraniennes et du territoire israélien à l'ensemble des pays du Golfe a littéralement mis le feu aux poudres en régionalisant contre toutes attentes le conflit. La fermeture par l'Iran du détroit d'Ormuz dès le 28 février a relevé d'un cran majeur le niveau de menace sur l'économie mondiale lié à cette guerre par l'interruption des livraisons de brut et de gaz représentant environ 20% de la demande mondiale. La chute immédiate à zéro du trafic est en passe de créer le plus grand choc pétrolier mondial depuis les années 1970. La survenance de cet événement majeur a déjà eu des effets immédiats sur les cours de l'énergie, les prix des carburants, les perspectives d'inflation et les taux d'intérêt. La guerre qui dure désormais depuis plus d'un mois est en train de menacer toutes les prévisions des stratèges et des économistes pour les prochains trimestres. Les prévisions économiques consensuelles en début d'année envisageaient plutôt une croissance mondiale positive, bien qu'un peu ralentie, et un environnement globalement favorable pour l'inflation devant permettre aux banques centrales de poursuivre ou de relancer des politiques monétaires accommodantes. Les perspectives pour les marchés obligataires comme pour les marchés actions pouvaient dans ce contexte rester optimistes pour l'ensemble de 2026. La hausse quasi instantanée et massive des prix de l'énergie constitue déjà le plus fort choc pétrolier auquel les économies modernes toujours très intégrées, malgré la précédente crise du Covid, doivent faire face. Pour beaucoup d'entre elles la dépendance aux approvisionnements du Golfe est extrême et si certains pays peuvent compter sur des réserves stratégiques suffisantes pour compenser la chute des exportations des pays du Golfe, leur absence pour d'autres constitue une menace existentielle pour leurs économies. Plus globalement, la disparition de 20% de brut dans l'offre mondiale ne peut être remplacée par aucune solution à l'échelle mondiale. Les cours du brut reflètent la bataille qui s'est immédiatement engagée pour sécuriser les approvisionnements d'or noir essentiels au fonctionnement des économies. Nous estimons que même en cas de réouverture prochaine du détroit d'Ormuz, les perturbations des chaînes d'approvisionnements mondiales sont telles qu'elles provoqueront des effets durables sur les cours moyen du brut. La transmission aux indices de prix sera très rapide dans le contexte actuel à la fois sur les prix à l'importation, à la production et à la consommation. Les banques centrales auront à nouveau du mal à ajuster leurs politiques monétaires face à la hausse de l'inflation alors que les risques directs sur la croissance économique sont extrêmement élevés. Le choc d'inflation qui s'annonce affectera rapidement les consommateurs qui seront obligés de procéder à des arbitrages de consommation. Alors que l'on attendait une reprise de la tendance baissière des taux directeur de la Fed par exemple, ce nouveau contexte suggère déjà plutôt plusieurs hausses en 2026. Les banques centrales auront sans doute envie comme par le passé de dire que les risques inflationnistes sont temporaires, mais nous craignons au contraire qu'un cycle normal ne se mette en place développant des effets progressifs sur les indices de prix.

Dans ce nouvel environnement, les risques économiques sont très sérieux pour les économies asiatiques dépendantes du brut du Moyen-Orient, mais ils sont aussi sérieux pour l'Europe et les économies émergentes non productrices d'énergie. Les États-Unis pourraient théoriquement se considérer comme plutôt immunisés compte tenu de leur autosuffisance pétrolière, mais la transparence et la globalisation des marchés des matières premières affectera aussi les prix sur leur territoire. Nos perspectives de croissance sont logiquement réduites dans ce contexte.

Ces circonstances exceptionnelles ont déjà eu des impacts considérables sur la plupart des actifs financiers en quelques jours. La violence des attaques sur les sites de production notamment et les conséquences mondiales du blocage du détroit d'Ormuz ont provoqué un retour en force de la volatilité dans les marchés financiers. Toutes les classes d'actifs ont enregistré des corrections de valeurs au cours du mois à l'exception des matières premières qui ont agi comme en 2022 comme un des très rares actifs décorréés enregistrant une performance positive (+24.5%). Le changement d'anticipations en matière d'inflation et de politiques monétaires a rapidement affecté les rendements obligataires, pesant sur les indices en baisse de -1.15% en Suisse et de -3.07% à l'international. Difficile pour les marchés actions de s'affranchir de ces risques et des impacts potentiels sur les résultats des sociétés en 2026. La chute des indices en Suisse (-7.3%) et à l'international (-6.3%) s'est avérée similaire. L'immobilier titrisé suisse (-5.2%) et mondial (-9.4%) a été doublement touché par la hausse des taux et les risques de vacances en phase de ralentissement économique. Le private equity a poursuivi sa descente aux enfers (-5.5%) et réalise la plus mauvaise performance (-20.1%) sur trois mois des actifs financiers.

Cette volatilité est pour l'instant très dépendante du flux d'informations géopolitiques qui peut au gré des événements politiques souffler le chaud ou le froid et affecter le sentiment des investisseurs. Nous estimons que les effets de cette guerre sur l'inflation et sur les politiques monétaires vont progressivement se concrétiser et affecter plus durablement les marchés. La prudence reste de mise en ce début de 2ème trimestre sur les actifs risqués susceptibles de réagir encore négativement lorsque les statistiques économiques confirmeront les craintes actuelles de ralentissement et de tensions sur les prix. En ce qui concerne les devises, le dollar semble positionné pour bénéficier de la hausse des prix des matières premières et de la volonté des investisseurs de considérer le billet vert comme une valeur refuge offrant un rendement séduisant dans un contexte incertain.



Alain Freymond  
Associé & CEO  
BBGI Group

## BIG PICTURE

### Principales convictions

- Conséquences inflationnistes de la guerre au Moyen-Orient
- Renversement des perspectives pour les taux d'intérêt et politiques monétaires
- Croissance mondiale réduite de 25% à 30% en 2026, choc de consommation à court terme
- Poursuite de la volatilité dans les marchés financiers

#### Conséquences inflationnistes de la guerre au Moyen-Orient

Le blocage du détroit d'Ormuz a déclenché une déflagration systémique immédiate : le Brent a bondi vers 120\$ et le gaz naturel européen s'est envolé de 40%. Cette rupture d'approvisionnement physique crée un choc d'offre brutal sur l'énergie primaire, propulsant les prix à la pompe et les factures de chauffage vers des sommets historiques. À terme, la persistance du blocage menace de figer les industries énergivores, tandis que le stockage stratégique mondial s'épuise, installant une prime de risque permanente sur le baril pour les prochains mois. La hausse des cours va se transmettre violemment aux prix à la production par deux canaux : le coût direct du transport maritime, renchéri par le contournement de l'Afrique, et l'explosion des tarifs des dérivés pétroliers et des fertilisants azotés. Pour les États-Unis, l'indépendance énergétique limite la casse, mais pour la plupart des autres pays les effets seront notable et liés à leur dépendance aux importations d'énergie. L'effet mécanique direct sur les CPI nationaux est important compte tenu de l'ampleur du choc malgré la pondération faible de moins de 10% dans la plupart des économies du poids de l'énergie dans les indices de prix. Néanmoins, on estime que l'explosion des cours peut ajouter mécaniquement entre 2.5% et 3.5% d'inflation brut aux indices CPI. Les effets de « second tour » seront plus durables. Dans les secteurs transports et logistiques, les coûts du fret pourraient bondir de 15% à 25%, les entreprises répercuteront les coûts sur les prix des biens de consommation. Dans l'alimentation, les effets seront les mêmes avec une deuxième phase probable de hausse liée au renchérissement massif des engrais, on estime un impact à six mois de l'ordre de 1% sur les indices CPI. Si la situation devait durer, les banques centrales pourraient à nouveau craindre une spirale prix-salaires qui nourrirait plus durablement la hausse de l'inflation. Nous n'excluons pas du tout un risque de hausse de 2.5% à 5.5% du CPI aux États-Unis, tandis qu'en Europe un retour de l'inflation au-dessus de 6% est aussi possible. En Suisse, l'énergie-mix particulier peut limiter les impacts inflationnistes, mais l'inflation pourrait tout de même bondir de 0.3% en mars à 1% et dépasser les prévisions actuelles de la BNS. Les conséquences les plus prévisibles de la guerre au Moyen-Orient sont celles directement liées à la déstructuration des réseaux d'approvisionnement de pétrole, de gaz et d'engrais. L'inflation sera le facteur perturbateur durable affectant les politiques monétaires et le sentiment des investisseurs au cours des prochains mois.

#### Renversement des perspectives pour les taux d'intérêt et politiques monétaires

Les effets potentiels sur les indices de prix de cette crise pétrolière inattendue perturbe fortement les banques centrales qui naviguent à vue face à la "crise d'Ormuz". Le ton général a basculé d'une volonté de baisse des taux vers une posture de vigilance extrême, mêlant craintes de stagflation et nécessité de protéger la stabilité des prix. L'inflation publiée aux États-Unis de +0.9% sur le mois de mars et de +3.3% sur un an a déjà fortement progressé depuis le niveau de 2.4% pour février. Il s'agit de la plus forte accélération des prix depuis 2022. La Réserve Fédérale américaine avait déjà réagi en adoptant une posture potentiellement plus restrictive. Les minutes publiées en début avril indiquent que les baisses de taux, initialement prévues pour le printemps, sont reportées sine die. Jerome Powell a souligné que le statut des États-Unis en tant qu'exportateur net d'énergie offrait une certaine protection, mais que la "sticky inflation" (inflation persistante) causée par le pétrole à 120 \$ forçait la Fed à maintenir les taux au

niveau actuel %. Le risque de ralentissement est jugé secondaire par rapport au risque de voir les anticipations d'inflation s'enraciner.

En Europe, la BCE est sans doute la banque la plus inquiète. Christine Lagarde a prévenu que le choc d'Ormuz pourrait amputer le PIB de la zone euro de 0.5 à 1% tout en propulsant l'inflation vers les 3.1% au deuxième trimestre. La BCE se trouve dans un dilemme classique de stagflation. Elle ne peut pas baisser les taux pour soutenir une économie qui ralentit car elle doit combattre une inflation importée massive sur le gaz et le pétrole. Elle a révisé ses prévisions d'inflation à la hausse pour 2026, invoquant un "choc d'offre historique". On attend désormais un politique plus restrictive de la part de la banque centrale européenne. Au Royaume-Uni, la BoE a déclaré que l'objectif de retour à 2% d'inflation ce printemps est désormais compromis par la guerre. Avec une population déjà étranglée par la dette énergétique, la banque craint une récession sévère au Royaume-Uni. Elle a averti que si le blocage persistait, elle pourrait être contrainte de relever encore ses taux pour stabiliser la livre sterling face au dollar, malgré la fragilité manifeste de la consommation domestique. En Suisse, la BNS reste la plus calme mais a néanmoins relevé sa prévision d'inflation pour 2026 à 0.4% (contre 0.1% précédemment). La hausse des coûts de l'énergie sera plus progressive et affectera durablement la tendance.

Au Japon, la BOJ fait face au scénario "noir" de la stagflation. Le Japon, ultra-dépendant des importations via Ormuz, voit son inflation des prix à la production bondir de 2% à 2.6% (poussée par les coûts et non par la demande). La BoJ hésite désormais à poursuivre sa sortie de la politique monétaire accommodante : d'un côté, elle veut relever les taux pour soutenir le yen qui sombre, de l'autre, elle craint d'achever une croissance déjà anémique. En Chine, la Banque Centrale de Chine (PBoC) est la seule à maintenir un ton axé sur le soutien à la croissance. Face au risque de ralentissement industriel causé par les coûts énergétiques, elle a injecté des liquidités massives dans le système financier en avril. Son message est clair : la priorité est d'éviter un "hard landing" (atterrissage brutal) de l'économie chinoise. Elle minimise l'inflation importée, préférant se concentrer sur la stabilité des chaînes d'approvisionnement et le soutien aux secteurs exportateurs pénalisés par le coût du fret. Dans l'ensemble, les banquiers centraux sont très rapidement passés d'un espoir de "soft landing" (atterrissage en douceur) à une gestion de crise "Supply-Side".

Pour l'investisseur, cela signifie que les taux directeurs vont rester élevés plus longtemps que prévu et que pour les marchés obligataires les rendements exigés par les investisseurs pour compenser la hausse visible et anticipée de l'inflation seront nécessairement plus élevés. nous estimons que les courbes de taux devraient voir les rendements à deux ans progresser plus vite que les rendements à long terme. Globalement, cet environnement est synonyme de moins values potentielles à court terme.

#### Croissance mondiale réduite de 25% à 30% en 2026, choc de consommation à court terme

La guerre au Moyen-Orient rebat drastiquement les cartes des perspectives de croissance économiques pour toutes les régions du globe. Le blocage de 20% des exportations de pétrole et de 25% de celles de GNL entraîne un déficit immédiat estimé à 12 millions de barils par jour pour une consommation mondiale de l'ordre de 100 millions.

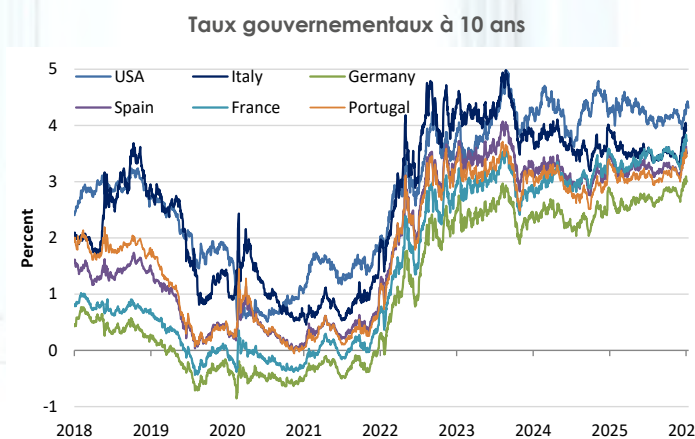
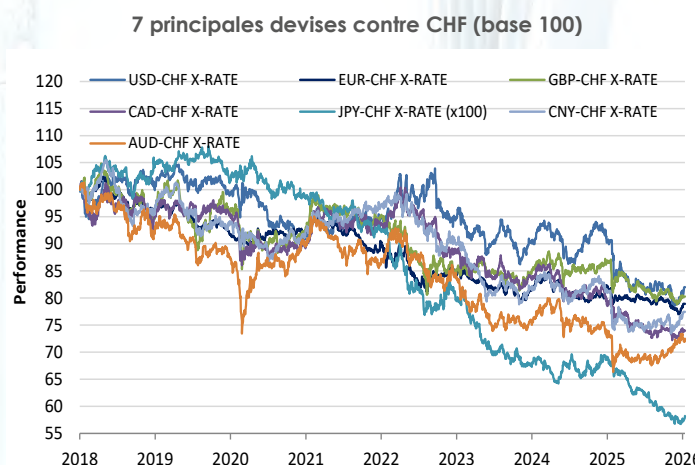
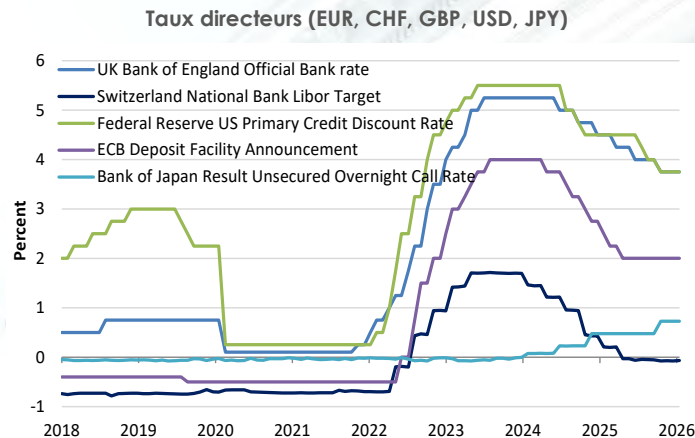
La redirection des navires vers le Cap de Bonne-Espérance allonge les trajets, augmente les coûts et déstabilise les chaînes d'approvisionnement. L'incertitude en matière d'approvisionnement et en matière de comportement des consommateurs affectera les décisions d'investissement des entreprises également. Les prévisions de croissance mondiale doivent être revues à la baisse. Alors qu'en début d'année on pouvait escompter une dynamique mondiale de +3.5% désormais, nous estimons que le PIB mondial pourrait ne progresser que de +2.9% à +3% en 2026. Trois grands facteurs liés au choc pétrolier vont avoir un impact à prendre en considération. L'effet « taxe pétrolière » sera immédiat, car les dépenses des consommateurs seront détournées par la hausse des prix de l'énergie sans délai. On peut estimer qu'un baril de brut passant soudainement de 60\$ à 100\$ durablement pour plusieurs mois peut retirer environ 0.5% à 0.7% de croissance du PIB mondial. L'effet régional va diversement affecter les économies. Les Etats-Unis, grâce à leur indépendance énergétique pourraient mieux résister à ce choc que les économies asiatiques, émergentes et européennes plus dépendantes des importations de brut. L'effet plus durable à long terme repose sur l'évolution potentielle de l'inflation et de ses effets sur les consommateurs. Considérons aussi le fait que dans ce contexte de remontée de l'inflation, les banques centrales n'abaisseront pas leur taux comme escompté, mais auront probablement tendance à les relever. Des taux d'intérêts globalement plus élevés dans les prochains mois pénaliseront la consommation et l'investissement. Dans ce nouvel environnement, les Etats-Unis pourraient aussi être protégés par la force relative du dollar et mieux résister aux vents contraires qui s'annoncent,

Mais globalement nous estimons que tous les pays souffriront d'un choc de l'offre et d'un choc de la demande qui agiront simultanément en affectant les perspectives de croissance pour les prochains trimestres.

**Poursuite de la volatilité dans les marchés financiers**

Dans ce nouvel environnement nettement moins favorable en matière de croissance économique et de politiques monétaires radicalement différentes de celles envisagées par le consensus en début d'année, le climat des investissements s'annonce plus incertain que jamais. Ces circonstances exceptionnelles ont déjà eu des impacts considérables sur la plupart des actifs financiers en quelques jours. La violence des attaques sur les sites de production notamment et les conséquences mondiales du blocage du détroit d'Ormuz ont provoqué un retour en force de la volatilité dans les marchés financiers. Toutes les classes d'actifs ont enregistré des corrections de valeurs au cours du mois à l'exception des matières premières qui ont agi comme en 2022 comme un des très rare actif décorrélé enregistrant une performance positive (+24.5%). Le changement d'anticipations en matière d'inflation et de politiques monétaires a rapidement affecté les rendements obligataires, pesant sur les indices en baisse de -1.15% en Suisse et de -3.07% à l'international. Difficile pour les marchés actions de s'affranchir de ces risques et des impacts potentiels sur les résultats des sociétés en 2026. La chute des indices en Suisse (-7.3%) et à l'international (-6.3%) s'est avérée similaire. L'immobilier titrisé suisse (-5.2%) et mondial (-9.4%) a été doublement touché par la hausse des taux et les risques de vacances en phase de ralentissement économique. Le private equity a poursuivi sa descente aux enfers (-5.5%) et réalise la plus mauvaise performance (-20.1%) sur trois mois des actifs financiers.

Cette volatilité est pour l'instant très dépendante du flux d'informations géopolitiques qui peut, au gré des événements politiques, souffler le chaud ou le froid et affecter le sentiment des investisseurs. Nous estimons que les effets de cette guerre sur l'inflation et sur les politiques monétaires vont progressivement se concrétiser et affecter plus durablement les marchés. Le sentiment général n'est pas à la panique pour l'instant, comme le suggèrent les réactions positives des marchés lorsque des nouvelles « positives » sont annoncées. Nous considérons que les marchés sont extrêmement fragilisés par les facteurs évoqués précédemment et susceptibles de reprendre une tendance baissière en mode « risk off » si la situation ne s'améliore pas rapidement. La prudence reste de mise en ce début de 2ème trimestre sur les actifs risqués susceptibles de réagir encore négativement lorsque les statistiques économiques confirmeront les craintes actuelles de ralentissement et de tensions sur les prix. En ce qui concerne les devises, le dollar semble positionné pour bénéficier de la hausse des prix des matières premières et de la volonté des investisseurs de considérer le billet vert comme une valeur refuge offrant un rendement séduisant dans un contexte incertain.



# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



# SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

## Vue Globale

- Croissance mondiale amputée de 25%-30% suite au choc pétrolier
- Le choc pétrolier annonce déjà une stagflation aux USA au T1
- Révision des prévisions du PIB européen pour le 1er semestre à zéro?
- La guerre au Moyen-Orient menace aussi la Suisse
- Un S1 sous tensions entre résilience et chocs externes au Japon



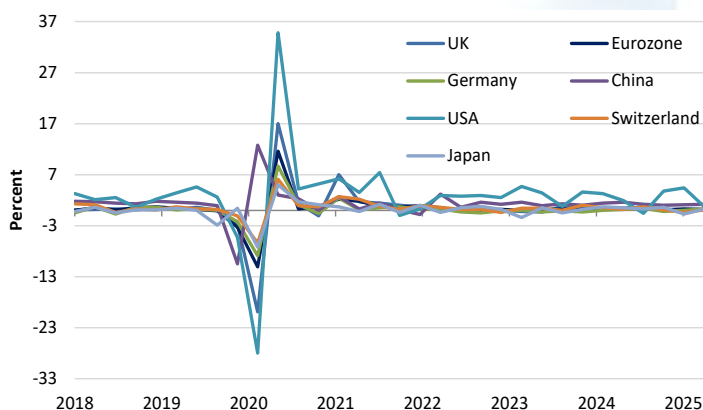
### Croissance mondiale amputée de 25%-30% suite au choc pétrolier

La guerre au Moyen-Orient rebat drastiquement les cartes des perspectives de croissance économiques pour toutes les régions du globe. Le blocage de 20% des exportations de pétrole et de 25% de celles de GNL entraîne un déficit immédiat estimé à 12 millions de barils par jour pour une consommation mondiale de l'ordre de 100 millions. La redirection des navires vers le Cap de Bonne-Espérance allonge les trajets, augmente les coûts et déstabilise les chaînes d'approvisionnement. L'incertitude en matière d'approvisionnement et en matière de comportement des consommateurs affectera les décisions d'investissement des entreprises également. Les prévisions de croissance mondiale doivent être revues à la baisse. Alors qu'en début d'année on pouvait escompter une dynamique mondiale de +3.5% désormais, nous estimons que le PIB mondial pourrait ne progresser que de +2.9% à +3% en 2026. Trois grands facteurs liés au choc pétrolier vont avoir un impact à prendre en considération. L'effet « taxe pétrolière » sera immédiat, car les dépenses des consommateurs seront détournées par la hausse des prix de l'énergie sans délai. On peut estimer qu'un baril de brut passant soudainement de 60\$ à 100\$ durablement pour plusieurs mois peut retirer environ 0.5% à 0.7% de croissance du PIB mondial. L'effet régional va diversement affecter les économies. Les Etats-Unis, grâce à leur indépendance énergétique pourraient mieux résister à ce choc que les économies asiatiques, émergentes et européennes plus dépendantes des importations de brut. L'effet plus durable à long terme repose sur l'évolution potentielle de l'inflation et de ses effets sur les consommateurs. Considérons aussi le fait que dans ce contexte de remontée de l'inflation, les banques centrales n'abaisseront pas leur taux comme escompté, mais auront probablement tendance à les relever. Des taux d'intérêts globalement plus élevés dans les prochains mois pénaliseront la consommation et l'investissement. Dans ce nouvel environnement, les Etats-Unis pourraient aussi être protégés par la force relative du dollar et mieux résister aux vents contraires qui s'annoncent.

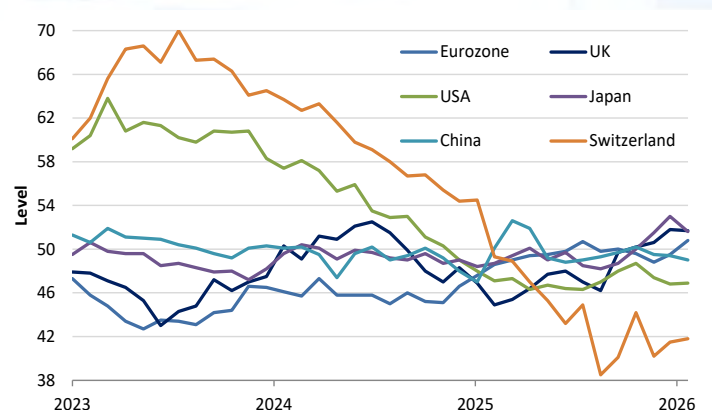
### Le choc pétrolier annonce déjà une stagflation aux USA au T1

En ce début de printemps, le choc pétrolier du Moyen-Orient aura aussi des implications importantes sur l'économie américaine. Malgré l'indépendance énergétique totale des Etats-Unis vis-à-vis des exportations de brut bloquées par la fermeture du détroit d'Ormuz, les cours du brut aux Etats-Unis (WTI) ont logiquement aussi suivi une évolution similaire. Les prévisions économiques pour les premiers mois de l'année 2026 doivent être sensiblement revues à la baisse dans ce nouveau contexte de ralentissement économique mondial probable. Le consensus des stratèges et experts de Wall Street, inquiets par la fermeture du détroit d'Ormuz, s'accordent sur l'émergence d'un risque de stagflation majeur. Selon nous, le scénario d'un rebond post-shutdown s'efface donc au profit d'une stagnation économique pouvant s'étendre au-delà même du deuxième trimestre. Nous estimons que le coup de frein pourrait être brutal aussi aux Etats-Unis et tablons sur une croissance extrêmement faible voir une décroissance possible de l'activité. L'espoir d'un assouplissement monétaire s'évapore, car l'inflation directement et indirectement liée à la hausse des prix de l'énergie contraindra la Fed à adopter une politique monétaire bien différente de celle anticipée jusqu'alors. L'impact de l'énergie sur le budget des américains sera très lourd et devrait laminer la consommation dès le mois de mars. Le secteur productif reste paralysé, alors que le marché logistique montre des signes de rupture pouvant affecter les chaînes de production. Il ne faut pas non plus ignorer les effets déléterés des tensions géopolitiques affectant non seulement l'offre mondiale de brut, mais aussi la confiance des chefs d'entreprises voyant les effets négatifs se développer sur leurs marges futures. On observe déjà une accélération de l'inflation sur les prix à la pompe et un recours massif à l'épargne pour compenser le coût de la vie. Cela annonce une réduction inévitable des dépenses dans les mois à venir. Si la résilience de l'économie américaine a surpris jusqu'à ce jour, le T1 2026 devrait marquer un changement de climat vers une phase beaucoup plus sombre annonçant potentiellement une croissance largement amputée pour le T2.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



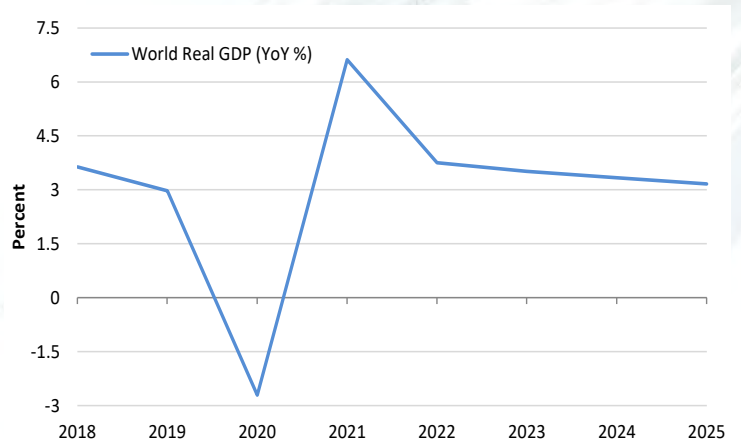
Révision des prévisions du PIB pour le 1er semestre à zéro?

Le choc énergétique venu du Moyen-Orient redessine en effet brutalement les perspectives de la zone euro en ce début d'année 2026. Alors que l'union monétaire espérait consolider sa reprise, la fermeture totale du détroit d'Ormuz et les attaques sur les infrastructures pétrolières ont propulsé le Brent au-delà de 110\$ le baril, créant une onde de choc sur les prix du gaz. Contrairement au Royaume-Uni, qui dispose d'une production propre en mer du Nord, la zone euro subit de plein fouet sa dépendance: près de 20% de ses importations de pétrole et une part croissante de son GNL (notamment qatari) transitent par cette zone de conflit. Cette vulnérabilité structurelle, héritée de la substitution du gaz russe par des approvisionnements mondiaux plus volatils, place à nouveau l'industrie européenne sous haute tension. La réponse coordonnée de l'Agence Internationale de l'Énergie (AIE), actant le déblocage historique de 400 millions de barils de réserves stratégiques, a permis de freiner l'ascension verticale des cours, mais l'effet reste précaire. Pour la zone euro, ce recours aux stocks d'urgence agit comme un amortisseur de court terme, évitant une rupture physique d'approvisionnement, mais il ne résout pas l'équation inflationniste. L'inflation pourrait remonter vers 3% au deuxième trimestre 2026, forçant l'institution de Francfort à reconsidérer sa politique monétaire. Ce "choc de l'offre" affecte déjà les indices de confiance et les coûts de production, notamment en Allemagne et en Italie, où l'appareil industriel est le plus sensible aux variations des intrants énergétiques. Le découplage observé fin 2025 risque de s'accroître. Si la France ou l'Espagne résistent grâce à des mix énergétiques plus diversifiés ou un secteur des services moins gourmand, le cœur manufacturier de l'Europe voit ses marges s'éroder. Le déblocage des réserves offre un répit tactique, mais les marchés anticipent une volatilité durable. En définitive, ce début d'année 2026 ne marque pas seulement une crise de prix, mais une remise en question de la sécurité énergétique de l'Union. La résilience de la zone dépendra désormais de sa capacité à transformer cette urgence en une accélération de son autonomie stratégique, sous peine de voir sa croissance durablement amputée par cette nouvelle donne géopolitique. Nous estimons que la zone euro devrait rapidement sentir les effets de ce choc sur la croissance de la plupart de ses pays membres. Le PIB attendu en progression de +0.5% au T1 pourrait bien chuter à 0% au cours du 1er semestre.

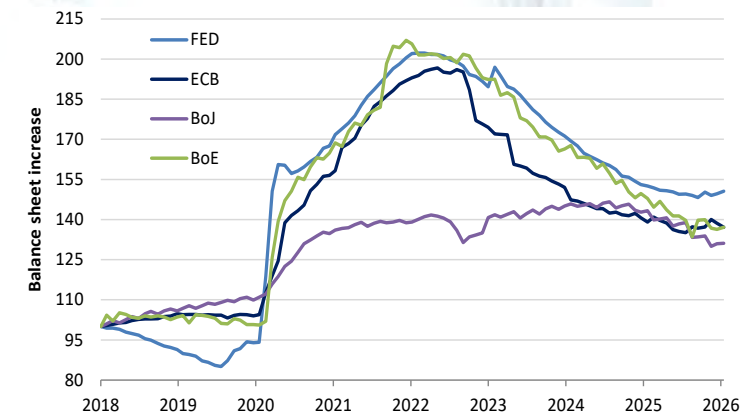
La guerre au Moyen-Orient menace aussi la Suisse

Au lendemain de cette publication du PIB helvétique, le 28 février éclatait un nouveau conflit au Moyen-Orient impliquant les Etats-Unis, Israël et l'Iran, qui menace désormais l'équilibre politique international, la géopolitique de la région mais aussi l'économie mondiale au travers des effets potentiels de cette guerre sur la sécurité de l'approvisionnement énergétique du Monde. Bien que le conflit soit à des milliers de kilomètres de la Suisse, notre économie sera impactée par le conflit qui vient d'éclater. En premier lieu il convient de rappeler que la Suisse dépend aussi des importations d'énergies fossiles, dont la disponibilité n'est pas assurée et dont les prix peuvent fortement fluctuer en fonction des conditions de marchés. Malgré une diversification des sources d'approvisionnement de son énergie et le poids de l'hydroélectricité notamment dans son mix énergétique, les importations suisses d'hydrocarbures sont essentielles également dans notre pays pour assurer le bon fonctionnement de notre économie et représentent environ 70% du total. Nous partageons une inquiétude légitime dans le contexte actuel qui s'est très rapidement dégradé en quelques jours et qui se caractérise notamment par un blocage par l'armée iranienne du détroit d'Ormuz et d'une implication de plus en plus importante des pays du Golf dans le conflit. Depuis quelques jours, l'intensification du conflit et des bombardements en Iran, ainsi que dans tous les Etats du Golf, suggère malheureusement une hausse majeure des risques d'approvisionnement de brut sur les marchés mondiaux. Les flottes marchandes et les tankers sont arrêtés aux abords du détroit dans l'attente de nouvelles conditions, autorisant leur passage de manière sécurisée. Dans quelques jours, si le conflit se durcit, les capacités de stockage temporaires sous diverses formes vont rapidement s'épuiser, forçant certainement les producteurs de pétrole et de gaz à interrompre partiellement au moins leurs

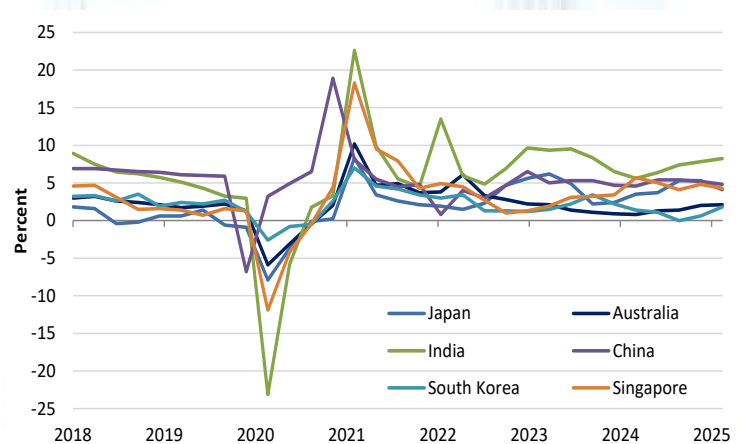
Croissance réelle de l'économie mondiale



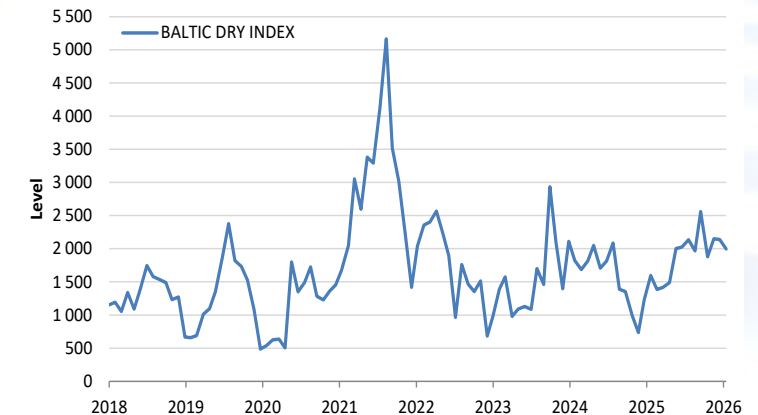
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index



de pompage. A terme, la remise en route des installations pétrolières arrêtées pourrait aussi prendre plus de temps et contribuer à maintenir durablement des effets de contraintes sur les chaînes d'approvisionnement. Nos perspectives haussières pour les cours du brut avaient déjà été en partie réalisées avec la progression de +20% des cours en 2026 avant l'intervention israélo-américaine sur Téhéran, mais depuis, la hausse additionnelle de +69% à 120\$/baril à l'ouverture des marchés le lundi 9 mars, témoigne largement l'inquiétude croissante et d'une certaine panique des marchés face à la régionalisation du conflit et aux risques d'embrassement généralisé. Depuis le début de l'année, la hausse des cours du brut a donc atteint pratiquement 100%. Pour remettre les choses en perspectives, après l'éclatement de la guerre en Ukraine le 24 février 2022, les cours du brut étaient passés de 98\$/baril à 140\$/baril en sept jours (+42%), avant de se stabiliser entre 100 et 120 dollars pendant six mois. La situation actuelle nous semble très différente, d'une part parce qu'elle concerne environ 20% de la consommation mondiale et d'autre part parce que le président Trump ne semble pas disposé à faire durer ce conflit. Mais pour poursuivre la comparaison sur le principal front qui nous intéresse aujourd'hui pour la Suisse, l'impact sur l'inflation, il faut rappeler que la hausse des prix de l'énergie avait été le facteur majeur de la hausse de l'inflation dans tous les pays en 2022, y compris en Suisse. En 2022, les importations d'énergie ont largement contribué à la hausse de l'inflation importée et des prix à la production qui avait atteint +6.9% en mai 2022 et qui avait aussi poussé l'indice des prix à la consommation à toucher son pic à +3.5% annuel. Si ce conflit devait durablement affecter les prix de l'énergie, ses implications sur l'inflation seraient évidemment dommageable pour la plupart des économies.

**Stagflation probable au Royaume-Uni**

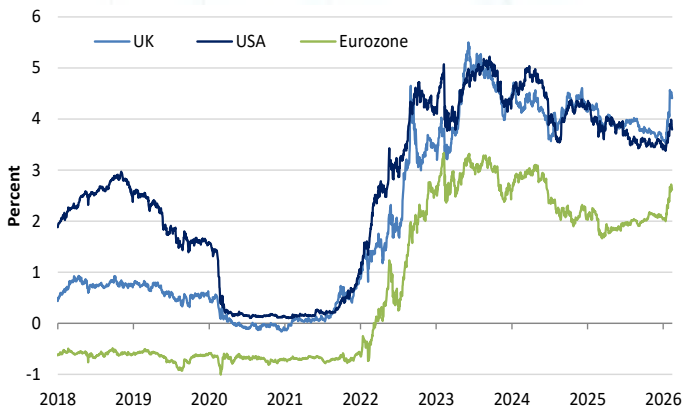
L'économie britannique a abordé l'année 2026 dans une situation de grande vulnérabilité, oscillant entre de faibles signes de résilience et des vents contraires persistants. Les données des premières semaines de l'année suggèrent une inflation en baisse et un marché du travail en refroidissement, dessinant des perspectives d'assouplissement. Cependant, l'éclatement d'un conflit majeur au Moyen-Orient fin février 2026, impliquant des frappes entre les États-Unis, Israël et l'Iran, a provoqué une onde de choc massive sur les marchés mondiaux. Les

prix du gaz européen ont doublé en quelques jours et le baril de pétrole Brent a bondi de plus de 26% pour dépasser la barre psychologique des 100 dollars. Ce choc énergétique externe vient frapper une économie britannique déjà exsangue. Les implications à moyen terme de la hausse massive des prix de l'énergie sur l'inflation seront significatives pour la très grande majorité des pays, et également pour le Royaume-Uni. Le rebond technique de début d'année, soutenu par une demande intérieure légèrement mieux orientée pour les biens, reste excessivement fragile. Il ne suffira pas arithmétiquement à compenser le ralentissement des services face à cette nouvelle et très forte menace de résurgence de l'inflation. La situation qui se met en place, si elle devait durer, pourrait développer des effets similaires à ceux observés en 2022 lors de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Cette potentielle nouvelle "taxe inflationniste" amputerait directement le pouvoir d'achat des consommateurs. Les primes d'assurance maritime ont été multipliées par quatre pour les navires transitant par la mer Rouge, répercutant immédiatement une pression haussière inédite sur les prix des biens importés d'Asie. Ces sévères goulets d'étranglement logistiques rappellent aussi douloureusement la paralysie de la chaîne d'approvisionnement post-Covid. En effet, les analystes s'attendent à un bond des prix de l'énergie dès avril, pulvérisant les minces gains salariaux attendus. Ils révisent déjà en forte baisse leurs prévisions de croissance pour le T2 2026 à -0.4%. Le spectre d'une stagflation sévère et durable se dessine.

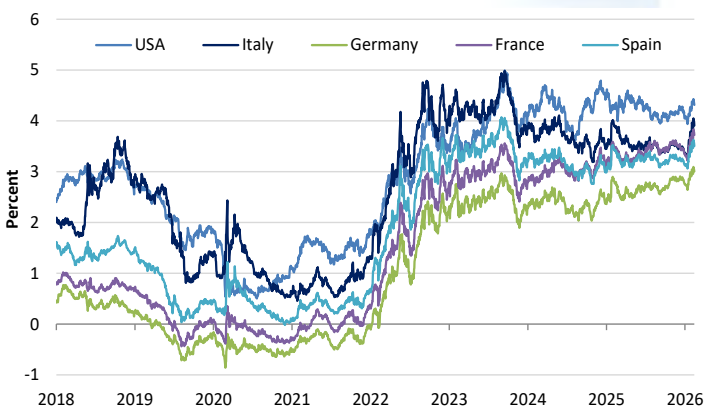
**Un S1 sous tensions entre résilience et chocs externes au Japon**

Alors que l'archipel tentait de stabiliser sa trajectoire en ce début d'année, l'escalade militaire soudaine au Moyen-Orient et les menaces sur l'approvisionnement en brut viennent bouleverser tous les modèles prévisionnels. Le Japon, qui importe 95 % de ses besoins énergétiques de cette région, se trouve en première ligne. Pour le T1 et le T2 2026, nous anticipons un ralentissement de la production industrielle dès mars. Le déstockage que nous redoutions pourrait être plus brutal que prévu, amputant la croissance du début d'année de 0.3 point. Le scénario de normalisation monétaire est désormais percuté par la géopolitique. L'horizon pour le premier semestre 2026 est désormais assombri par l'incertitude géopolitique, la trajectoire économique dépend désormais fortement de la durée du conflit en Iran.

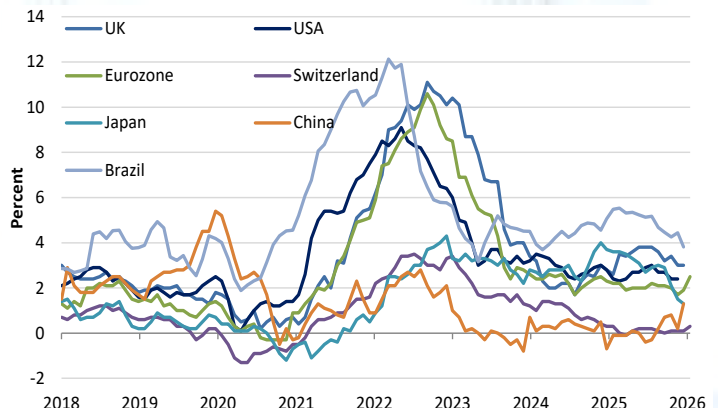
Taux gouvernementaux à 2 ans



Taux gouvernementaux à 10 ans



Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI

