



BANQUE  
ERIC STURDZA

PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES  
2<sup>E</sup> TRIMESTRE 2026

# SOMMAIRE

## 2<sup>E</sup> TRIMESTRE 2026

### **1. Editorial**

Vous avez dit Stagflation ?

### **2. Marchés de taux**

Le retour du dilemme inflation-récession

### **3. Marchés actions**

Navigation à vue dans le Golfe Persique

### **4. Allocation d'actifs**

Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza

### **5. Performances**

# 1. ÉDITORIAL

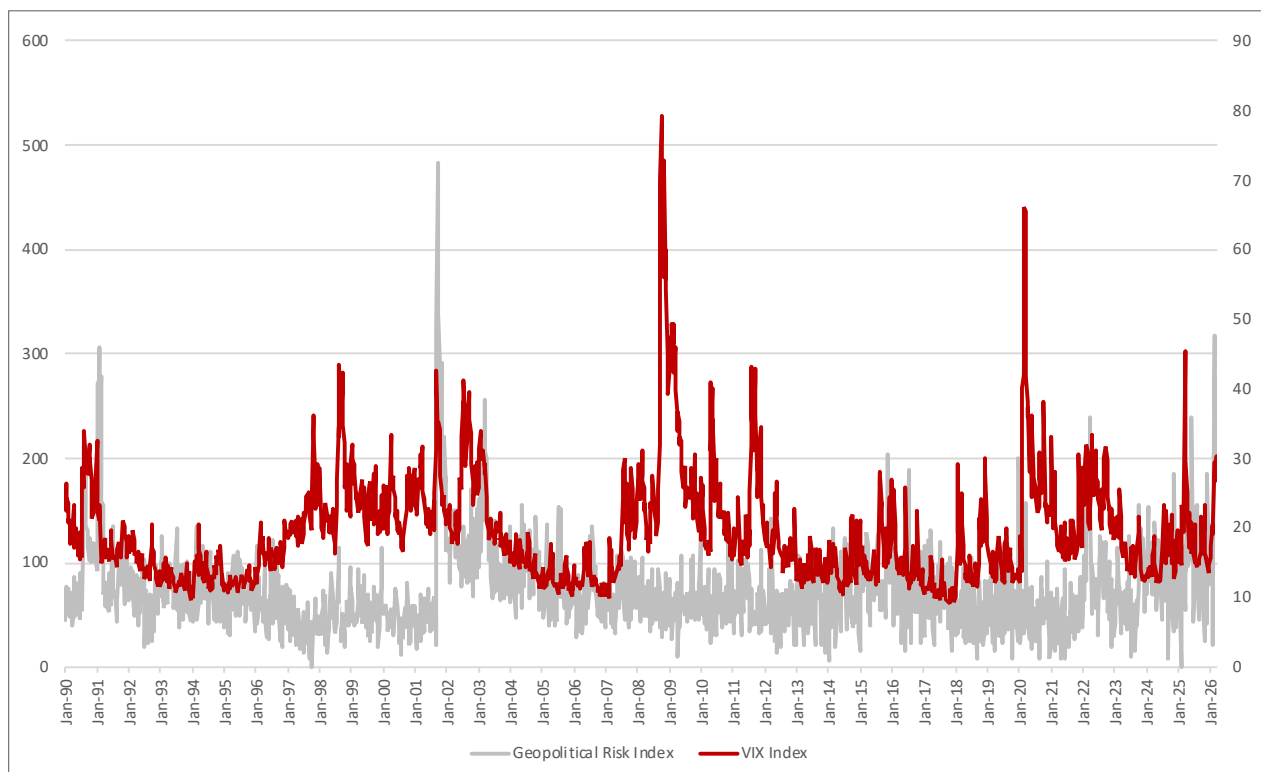
## VOUS AVEZ DIT STAGFLATION ?

**Un mois après le début de la guerre en Iran, alors que se meurt le scénario d'une opération éclair les marchés commencent à envisager une opération de longue durée dont les conséquences sur les marchés se résument en une implication imparable : prix du pétrole élevé = taux élevés et actions en baisse. Car des conditions de circulation dans le détroit d'Ormuz et du niveau du pétrole dépendent désormais tous les prix d'actifs. Comme le résumait bien un gérant américain : que l'on traite de l'Apple ou du 10 ans américain «pour finir nous sommes tous devenus des traders de pétrole».**

Malgré l'imprévisibilité du président américain les investisseurs essaient de se ramener à des situations connues et convoquent souvent deux exemples du passé pour comprendre ce que sera le comportement des marchés des prochaines semaines. Près de nous le début de la guerre en Ukraine, plus éloigné dans le temps la guerre de Kippour en 1973 et le choc d'inflation qui a suivi.

Dans les deux cas cités on retrouve, comme aujourd'hui, un conflit militaire et un choc de prix de matières premières très violent (en particulier sur le gaz dans le cas de l'Ukraine). La guerre en Ukraine – alors qu'elle dure toujours et que le cap des deux Millions de morts est probablement dépassé – n'a pas fait entrer le monde en récession.

G1 : ÉVOLUTION COMPARÉE VIX (ÉCH. DROITE) ET INDICE RISQUE GÉOPOLITIQUE (ÉCH. GAUCHE)



Source : Bloomberg, Banque Eric Sturdza, Janv. 90 - Mars 26

Cette guerre a d'ailleurs nourri le sentiment chez les gérants que la géopolitique n'a finalement qu'un impact limité sur le cours des actions (un constat «souvent vrai» qui doit être pondéré par le fait que sur les 6 premiers mois du conflit Ukrainien le marché américain a perdu 20%... Il fallait tout de même un peu de patience pour retrouver les niveaux de début 2022).

Les conséquences du choc pétrolier de 73 sur le prix des actifs financiers en revanche seront beaucoup plus négatives et perdureront pendant plusieurs années. La croissance ralentit (celle des pays de l'OCDE s'établit à 2% entre 1974 et 1981 contre 5% sur la décennie qui avait précédé) et l'inflation sur les biens de consommation s'installe durablement autour de 10%. Le mot que déteste les investisseurs est lâché, le marché entre en stagflation : une configuration négative pour les obligations et plus encore pour les marchés d'actions.

Depuis le début du conflit en Iran le marché américain abandonne environ 5%, c'est un recul sérieux mais qui n'intègre évidemment pas un scénario de type 73. Le niveau d'anxiété des marchés est aujourd'hui très significatif sans être extrême. Certes les acheteurs de protection sont légion, certes le niveau de volatilité a progressé mais il est encore en deçà de ce qu'il valait il y a un an lorsque Donald Trump terrorisait le monde à l'aide d'un grand carton couvert de chiffres de droits de douane punitifs.

Les développements des derniers jours ont rappelé qu'il était souvent plus difficile de sortir d'un conflit que d'y entrer. Les seuils de douleur des belligérants sont souvent sous-estimés, Trump élu sur un programme de non-interventionnisme engage son pays dans un conflit majeur... En un mot loin de nous l'idée de pronostiquer une date de résolution de crise. Deux convictions néanmoins.

**La première concerne le seuil de douleur du président américain, ce seuil étant cyniquement plus corrélé au prix du pétrole et du 10 ans américain qu'à tout autre chose le scénario des années 70 devrait être évité. Qu'un tel scénario vienne à être «pricé» par les marchés, cela ne peut être complètement exclu et sans doute aurait-on des points d'entrée. Quant à notre deuxième conviction – plus ancienne – la situation actuelle valide (tristement) que le réveil brutal du prix des matières premières observé il y a plus d'un an déjà s'inscrit sûrement dans une durée longue.**

## 2. MARCHÉS DE TAUX

### LE RETOUR DU DILEMME INFLATION-RÉCESSION

#### Tensions contenues sur les taux

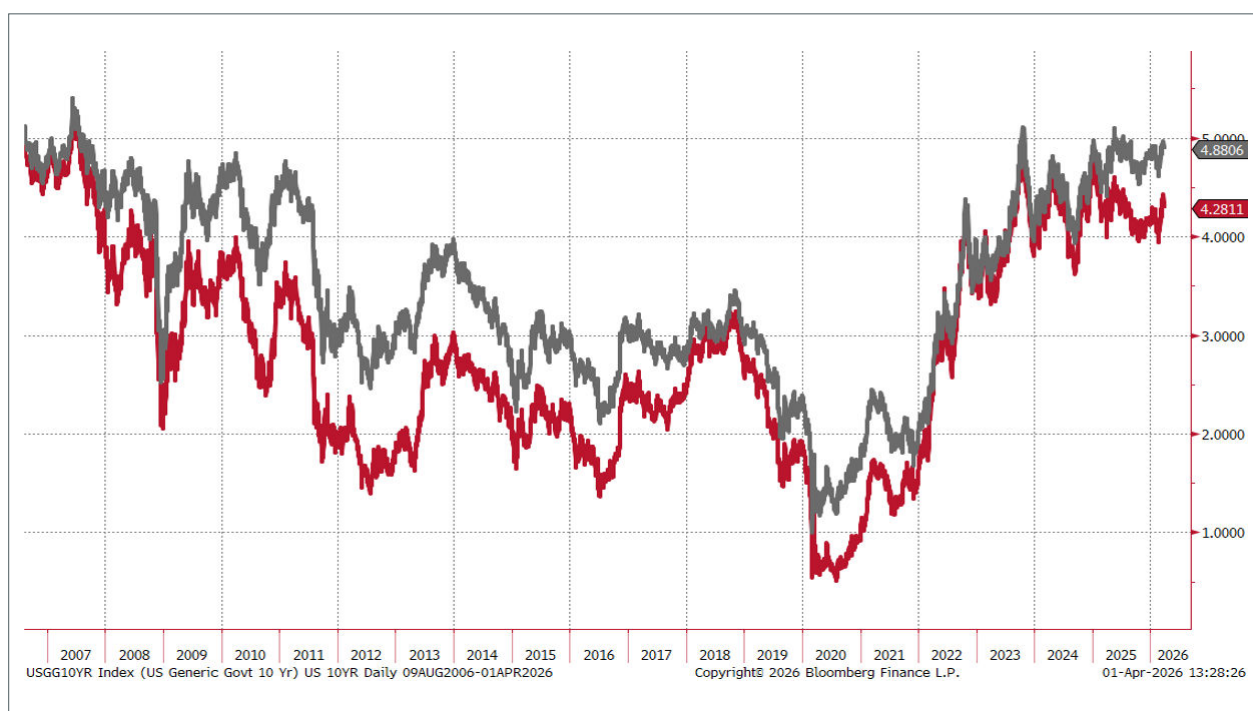
Dans un contexte dominé par le blocage du détroit d'Ormuz et une guerre qui dure déjà depuis un mois, nous aurions pu nous attendre à ce que le rendement du 10 ans US franchisse allègrement la barre des 4.5% avec un baril de brut à 100 dollars et parfois plus. Force est de constater que pour l'instant, nous nous sommes évidemment éloignés des rendements de début d'année proches de 4% mais, pour employer un terme guerrier approprié à la situation actuelle, ce n'est pas la Bérézina. Ce constat vaut pour le 30 ans qui peine à aller flirter avec les 5%. Les taux longs américains sont donc dans une zone qui commence à être intéressante mais qui n'est pas non plus l'opportunité d'achat que nous étions en droit d'attendre.

Le risque inflationniste est de retour mais si la situation actuelle ne trouve pas d'issue rapide, c'est bien celui de récession qui pourrait s'inviter vers la fin de l'année, notamment en zone Euro. C'est le chef économiste de Moody's qui l'annonce. Les banques centrales devront se reposer la question qui les met dans l'embarras: faut-il baisser les taux avant un hard landing inéluctable ou faut-il à minima les maintenir au niveau actuel et envisager de les remonter avant de constater une récurrence du cancer de l'inflation?

#### Un œil sur le 30 ans, l'autre sur les hybrides

Nous sommes plutôt d'accord avec le chef économiste US de Moody's. Cela risque de mal finir et on pourrait bientôt entendre reparler de hard landing et de récession.

G2: TAUX OBLIGATIONS DU TRÉSOR US 10 ANS (ROUGE) ET 30 ANS (GRIS)



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, 2006-2026

Dans une gestion institutionnelle qui était neutre duration, nous sommes tentés de surpondérer les taux longs supérieurs à 10 ans dans un avenir proche. En effet, le 30 ans reste le «sweet spot» en cas de manipulation des taux longs par les autorités américaines (Fed, Trésor ou les deux en même temps) ou en cas de crise de type «black swan» comme l'explosion de la bulle du crédit privé.

**Nous ne sommes pas (encore ?) entrés en bear market sur les marchés obligataires mais certaines classes d'actifs commencent à redevenir intéressantes. Parmi elles, celle des hybrides corporates commence à retrouver de l'intérêt. Les hybrides en euro ont lâché un peu plus de 2 % de performance en mars. Elles redeviennent indéniablement intéressantes pour un certain public, qui cherche par exemple un rendement supérieur à 4 % en euros avec une durée de 3-5 ans (soit 6 % une fois hedgé en dollars). La partie courte de la courbe américaine souffre, la zone 2-5 ans est remontée vers 4 %. Cela permet d'envisager de redéployer des stratégies de type «buy & hold» offrant des rendements supérieurs à 4.5 % à travers des investissements en emprunts d'entreprises de bonne qualité Investment Grade.**

# 3. MARCHÉS ACTIONS

## NAVIGATION À VUE DANS LE GOLFE PERSIQUE

**L'actualité du mois de mars aura été pour le moins chargée entre les frappes israélo-américaine sur l'Iran, l'emballement régional du conflit et le blocage du détroit d'Ormuz qui s'en est suivi. Ces événements se sont traduits par une forte augmentation du prix des matières premières énergétiques, ayant pour conséquence une dégradation du sentiment des investisseurs et un retournement des marchés actions mondiaux. L'indice phare des marchés actions mondiaux recule de 6.4 % sur le mois et passe dans le rouge sur l'année.**

Si le départ du conflit n'est pas étranger aux Etats-Unis et à la volonté du président Trump, c'est le marché américain qui se montre le plus résilient (au moins sur les premières semaines du conflit). Le S&P 500 qui calait sous la barre des 7000 points depuis quelques semaines recule de 5.1 % sur le

mois et passe rapidement dans le rouge pour l'année. Il faut dire que malgré le rebond marqué des valeurs pétrolières, leur poids limité dans la cote (moins de 4 % de la capi boursière) n'est pas suffisant pour compenser le recul des valeurs technologiques ou celui des valeurs financières. Pour ces dernières, c'est moins les craintes liées au conflit que celles d'une possible propagation de la crise du crédit privé au-delà des grands noms du Private equity qui inquiètent. Les grands – et parmi les seuls – gagnants demeurent les matières premières énergétiques et par ricochet les sociétés du secteur énergétique. Alors que le conflit semble s'installer dans la durée, les anticipations de croissance des bénéfices par actions (BPA) restent pour l'instant très résilientes aidées en cela par les sociétés du secteur pétrolier et quelques valeurs IT. Cette bonne tenue des résultats couplée à la baisse des cours permet aux ratios de valorisation de revenir vers des niveaux plus raisonnables.

G3: P/E 12 PROCHAINS MOIS - ÉTATS-UNIS (ROUGE), SUISSE (VERT), JAPON (JAUNE), EUROPE (BLEU), ASIE HORS JAPON (ORANGE)



Source: Bloomberg, Banque Eric Sturdza, Janv. 16 - Mars 26

La saison des résultats qui s'annonce devrait permettre de confirmer la résistance des sociétés américaines à l'environnement externe. Si le conflit peut avoir des effets de bord indésirables pour le consommateur américain, les sociétés US devraient bénéficier d'une base de comparaison favorable, alors que nous allons passer l'anniversaire du «Liberation Day».

C'est plutôt du côté de l'Europe et de l'Asie où la réaction la plus épidermique au conflit est à aller chercher. L'indice STOXX600 représentatif des grandes valeurs européennes corrige de 8.0% sur le mois, le Topix de 11% et l'Asie hors Japon près de 14.0%. Il faut dire que les économies de ces pays sont plus directement impactées par le conflit. Dans le cas de l'Europe qui ne jouit pas à la différence des États-Unis du statut de producteur majeur d'hydrocarbures, le mécanisme de transmission passe principalement via l'augmentation des prix de l'énergie (pétrole et gaz). Dans le cas de l'Asie, la dynamique de baisse reflète à la fois les craintes inflationnistes liées au dérapage des prix, mais aussi celles liées à de possibles disruptions de l'offre.

*Les sociétés américaines devraient bénéficier d'une base de comparaison favorable alors que nous allons passer l'anniversaire du «Liberation Day».*

Ainsi, les conflits font redécouvrir l'importance critique de certains passages et voies d'eau comme le détroit d'Ormuz par lequel transite près de 20% du pétrole mondial destiné à 85% à l'Asie. L'impact est également un peu plus large si on considère également le rôle critique du golfe Persique pour les engrais, l'aluminium ou encore l'hélium nécessaire à la production de semi-conducteurs. Si le risque est réel, il convient néanmoins d'être relativisé, le détroit ne semblant pas être fermé aux navires chinois ou bien même indiens sous réserve qu'ils s'acquittent d'un «péage» auprès des autorités iraniennes et trouvent à assurer leurs vaisseaux. La position de force dans laquelle le continent asiatique se situait avant le démarrage du conflit avec une inflation sous contrôle et une dynamique de croissance robuste explique aussi pourquoi les grands indices asiatiques (Japon inclus) continuent d'être dans le vert malgré des replis parfois conséquents.

**Si l'incertitude demeure forte quant à la durée du conflit et aux possibles effets déléterés de celui-ci sur la croissance et l'inflation, la position d'attente semble encore la mieux adaptée à l'environnement actuel où les marchés oscillent entre risques d'escalade et de détente sous l'impulsion des tweets et de l'humeur du Président Trump. Bien que terrible, ce conflit renforce aussi certaines de nos principales convictions : Les métaux critiques pour l'électrification le sont aussi pour la transition énergétique et diminuer la dépendance aux énergies fossiles, le thème de la souveraineté en Europe n'a jamais été autant d'actualité, l'Asie comme relais de croissance et pôle de stabilité avec un focus marqué sur la Chine et le Japon.**

# 5. PERFORMANCES

EQUITIES	31.03.26	CURRENT	1M	3M	6M	YTD	2025	2024	2023	2022	2021
US	DOW JONES	46'342	-5.4%	-4.4%	0.1%	-3.6%	13.0%	12.9%	16.2%	-6.9%	20.9%
	S&P 500	6'529	-5.1%	-5.5%	-2.0%	-4.6%	16.4%	23.3%	26.3%	-18.1%	28.7%
	S&P500 EW	7'779	-6.2%	-0.9%	1.4%	0.2%	9.3%	10.9%	13.8%	-11.5%	29.6%
	RUSSELL 2000	2'496	-5.2%	-0.9%	2.5%	0.6%	11.3%	10.0%	16.9%	-20.5%	14.8%
EUROPE	STOXX 600	583	-8.0%	-1.0%	5.0%	-1.5%	16.7%	6.0%	16.6%	-9.9%	25.8%
	FTSE 100	10'176	-6.7%	3.1%	9.4%	2.5%	21.5%	5.7%	7.7%	4.6%	18.4%
	CAC 40	7'817	-8.9%	-3.6%	-0.8%	-4.1%	10.4%	-2.2%	20.1%	-6.7%	31.9%
	DAX	22'680	-10.3%	-6.9%	-4.5%	-7.4%	23.0%	18.8%	20.3%	-12.3%	15.8%
ASIA	SPI SWISS	17'836	-7.4%	-1.9%	7.2%	-2.1%	17.8%	6.2%	6.1%	-16.5%	23.4%
	MSCI EM	1'397	-13.3%	-0.3%	4.3%	-0.5%	30.6%	5.1%	10.2%	-19.8%	-2.3%
	MSCI Asia ex Japan	900	-13.9%	-1.3%	3.0%	-1.5%	29.3%	9.8%	3.6%	-21.5%	-6.4%
	TOPIX	3'498	-11.2%	2.1%	11.7%	2.6%	22.4%	17.7%	28.3%	-2.5%	12.8%
	HANG SENG	24'788	-6.9%	-3.3%	-6.9%	-3.3%	27.8%	17.7%	-10.5%	-12.6%	-11.8%
	CSI 300	4'450	-5.5%	-4.1%	-3.7%	-3.9%	17.7%	14.7%	-9.1%	-19.8%	-3.5%
FX & COMMODITIES	31.03.26	CURRENT	1M	3M	6M	YTD	2025	2024	2023	2022	2021
CURRENCIES	EUR-USD	1.155	-2.2%	-1.9%	-1.5%	-1.6%	13.1%	-6.2%	3.1%	-5.9%	-6.9%
	EUR-CHF	0.924	1.7%	-0.6%	-1.3%	-0.8%	-0.9%	1.2%	-6.1%	-4.6%	-4.0%
	USD-CHF	0.800	3.9%	1.3%	0.2%	0.9%	-12.3%	7.8%	-9.0%	1.3%	3.1%
	USD-JPY	158.7	1.7%	1.7%	6.8%	1.3%	0.3%	11.5%	10.5%	13.9%	11.5%
	USD INDEX	99.96	2.4%	2.0%	2.1%	1.7%	-9.1%	7.1%	-2.1%	8.2%	7.0%
COMMODITIES	Gold	4668.06	-11.6%	7.7%	21.8%	8.1%	65.3%	27.2%	13.1%	-0.3%	-4.2%
	Silver	75.17	-19.9%	4.2%	60.2%	4.9%	132.4%	21.5%	-0.7%	2.8%	-13.6%
	WTI Crude Oil	101.38	51.3%	74.6%	59.8%	76.6%	-21.0%	0.1%	-10.7%	6.7%	59.1%
	Natural Gas	2.88	0.9%	-38.5%	-11.7%	-21.8%	9.7%	44.5%	-43.8%	20.0%	46.9%
	Copper	12'257	-7.8%	0.0%	18.0%	-1.6%	37.4%	2.2%	0.9%	-14.1%	25.7%
FIXED INCOME	31.03.26	CURRENT	1M	3M	6M	YTD	2025	2024	2023	2022	2021
RATES	US 10 year gvt	4.32	0.38	0.21	0.18	0.15	-42 bps	69 bps	0 bps	237 bps	60 bps
	German 10 year gvt	3.00	0.36	0.18	0.30	0.15	53 bps	34 bps	-54bps	275 bps	39 bps
BONDS	Global Aggregate USD hdg.	607.5	-1.8%	-0.2%	0.6%	-0.2%	4.6%	3.4%	7.1%	-11.2%	-1.4%
	Global Aggregate EUR hdg.	218.4	-2.0%	-0.7%	-0.4%	-0.6%	2.5%	1.7%	4.7%	-13.3%	-2.2%
	Global Aggregate CHF hdg.	158.6	-2.2%	-1.3%	-1.6%	-1.2%	0.3%	-1.0%	2.5%	-13.7%	-2.5%
	US Treasuries	2433.8	-1.7%	-0.2%	0.8%	0.0%	6.1%	0.6%	4.1%	-12.5%	-2.3%
	US TIPS	373.5	-1.3%	0.2%	0.4%	0.3%	6.8%	1.8%	3.9%	-11.9%	6.0%
	US IG Corporates	3526.2	-2.0%	-0.7%	0.2%	-0.5%	7.5%	2.1%	8.5%	-15.8%	-1.0%
	US High Yield	2900.0	-1.2%	-0.4%	0.8%	-0.5%	8.2%	8.2%	13.4%	-11.2%	5.3%
	Euro Government	243.4	-2.6%	-0.7%	-0.3%	-0.6%	0.3%	2.0%	7.1%	-18.2%	-3.4%
	Euro IG Corporates	263.2	-2.3%	-1.0%	-0.7%	-1.0%	2.8%	4.7%	8.2%	-13.6%	-1.0%
	Euro High Yield	494.7	-2.4%	-1.5%	-0.9%	-1.5%	4.6%	9.1%	12.8%	-11.1%	4.2%
EM USD Aggregate	1368.2	-2.9%	-1.4%	0.9%	-1.3%	10.9%	6.6%	9.1%	-15.3%	-1.7%	

Source: Bloomberg, 31/03/26

## Informations juridiques

Ce document vise à fournir des informations et des avis sur les sujets concernés. Il n'est destiné qu'à cette fin. Ce document ne constitue pas un conseil, une offre ou une sollicitation par la Banque Eric Sturdza S.A. ou au nom de la Banque Eric Sturdza S.A. d'acheter ou de vendre un instrument financier ou de souscrire à un instrument financier. Ce document ne contient aucune recommandation personnelle ou générique et ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ou des besoins, ni des connaissances et de l'expérience de quel que destinataire que ce soit. Ce document ne contient aucune offre ou sollicitation d'achat ou de souscription de services financiers ou de participation à une stratégie financière dans une juridiction quelconque. Il ne constitue pas une publicité ou une recommandation d'investissement, ni la communication d'une recherche ou d'une recommandation stratégique. En outre, il est fourni à titre d'information et d'illustration uniquement et ne contient pas d'analyse financière. Ce document mentionne et présente des points de référence qui ne peuvent être utilisés qu'à titre de comparaison. Les informations fournies ne doivent pas être utilisées et ne doivent pas être la seule source, pour prendre une décision en matière d'investissements financiers. Il ne s'agit pas non plus d'un conseil juridique ou fiscal, ni d'une quelconque recommandation concernant un quelconque service financier et n'est pas destiné à constituer une quelconque base de décision pour un investissement financier. La Banque Eric Sturdza SA n'est pas responsable et ne peut être tenue pour responsable de toute perte résultant d'une décision prise sur la base des informations fournies dans ce document ou de toute responsabilité découlant de cette décision. Bien que toute la diligence adéquate ait été réalisée pour s'assurer de l'exactitude des informations contenues dans ce document au moment de leur publication, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude, leur exhaustivité ou leur fiabilité. Les informations fournies peuvent changer, même immédiatement après leur publication et il n'y a aucune obligation pour la Banque Eric Sturdza SA de fournir une nouvelle information à jour ultérieurement à la publication du présent document. En outre, les informations fournies dans ce document n'ont pas pour but de fournir toutes les informations légales nécessaires concernant les instruments financiers ou les émetteurs évoqués éventuellement dans le document. D'autres publications de la Banque Eric Sturdza SA peuvent, dans le passé ou à l'avenir, tirer des conclusions différentes par rapport aux informations contenues dans ce document. En outre, le présent document et les informations fournies n'engagent en aucune manière la responsabilité de la Banque Eric Sturdza S.A., de ses sociétés affiliées ou de ses employés.

## Informations sur les risques

Les investissements sont soumis à divers risques. Avant de prendre une décision d'investissement ou de conclure une transaction, tout investisseur doit demander des informations détaillées sur les risques associés à sa décision d'investissement et à l'investissement financier envisagé. Certains types de produits comportent en général des risques plus élevés que d'autres, mais on ne peut pas se fier à des règles générales pour définir un risque spécifique lié à un certain type d'investissement. Il est rappelé que les performances passées ne sont pas une indication fiable des résultats futurs et que les rendements historiques et les performances passées, ainsi que les perspectives passées et futures des marchés financiers, ne sont pas des indicateurs fiables des performances futures, des pertes importantes restant toujours possibles. La valeur de tout investissement dépend également du fait que la devise de base du portefeuille est différente de la devise de l'investissement soumis aux taux de change. Les taux de change peuvent fluctuer et affecter négativement la valeur de l'investissement lorsqu'il est réalisé et converti dans la devise de base du portefeuille.

## Informations sur la distribution

Ce document n'est pas destiné à des juridictions spécifiques ou à une personne ou entité spécifique résidant dans une juridiction spécifique et ne constitue pas un acte de distribution, dans une juridiction où une telle publication ou distribution est contraire à la loi ou au règlement applicable ou serait contraire à toute exigence de licence obligatoire. Ce document est fourni pour le seul usage de son destinataire et ne doit pas être transféré à une tierce personne ou reproduit.

## Contributeurs

**Edouard Bouhyer,**  
**CIO Banque Eric Sturdza**  
**Marc Craquelin, Senior Advisor**  
**Eric Vanraes, CIO ESAM &**  
**Responsable Taux**  
**Pascal Perrone,**  
**Gérant obligataire Senior**

**Achévé de rédiger**  
**le 31/03/2026**

## Contact

Banque Eric Sturdza SA  
Edouard Bouhyer  
invest@banque-es.ch  
www.banque-es.ch