

30 mars 2026

GUERRE AU MOYEN-ORIENT : QUELS IMPACTS ET QUELLE STRATÉGIE ?

En synthèse :

Alors que le conflit au Moyen-Orient entre dans sa 5^e semaine, les marchés financiers ont déjà subi en mars une purge sévère, liée à l'impact attendu sur le commerce international et l'économie mondiale en général de la hausse observée ou anticipée des cours du pétrole et du gaz naturel. Le blocage persistant du détroit d'Ormuz et l'arrêt ou la fragilisation de nombreuses infrastructures énergétiques des pays du Golfe Persique maintiennent notamment le prix du baril de Brent et de WTI à des plus hauts depuis 2022.

Même si les pénuries physiques sur le pétrole et le gaz menacent d'abord et surtout les pays d'Asie, les économies européennes et américaine seront affectées à des degrés divers par le renchérissement de ces matières premières. Les craintes n'épargnent d'ailleurs pas d'autres productions pour lesquelles les pays du Golfe ont développé des capacités importantes, comme l'aluminium, les engrais et encore d'autres produits chimiques ou pharmaceutiques.

Les marchés craignent deux conséquences simultanées : d'une part, l'impact inflationniste des blocages en cours s'ils devaient se prolonger plus de quelques semaines et, d'autre part, l'impact sur la croissance économique, du fait du choc que cette inflation provoquerait sur la consommation des ménages et/ou sur les marges des entreprises. Si les marchés d'actions ont été malmenés sur le mois écoulé, les marchés obligataires n'ont guère offert l'amortisseur espéré compte tenu du durcissement attendu des politiques monétaires et de la hausse constatée des taux à court, moyen et long terme.

Il reste que, si la capacité de réaction de l'Iran et son pouvoir de nuisance ont clairement été sous-estimés, la disproportion des rapports de force, l'approche d'échéances politiques importantes aux États-Unis et en Israël et l'usure probablement rapide des deux camps, suggèrent que l'escalade militaire pourrait avoir une durée relativement limitée, de l'ordre de semaines et non de plusieurs mois.

La réaction des marchés financiers sur le mois écoulé est liée à l'incertitude inhérente à tout conflit militaire et à sa durée, mais elle tend à s'estomper une fois les premiers chocs psychologiques absorbés. Même si la période que nous traversons suggère humilité et prudence, nous avons fait le choix de conserver une position constructive mais vigilante sur les marchés d'actions, tout en veillant à une bonne diversification de nos positions.

1 QUELLE EST LA SITUATION SUR LE FRONT MILITAIRE, POLITIQUE ET DIPLOMATIQUE ?

Tout porte à croire que le conflit va d'abord se prolonger et s'intensifier dans les prochains jours / semaines, alors que le détroit d'Ormuz a vu son trafic maritime chuter de 97% depuis fin février.

La capacité iranienne de guérilla par drones ne se dément pas et les capacités balistiques, bien qu'en nette réduction, conservent un fort potentiel de nuisance. **Il y a une asymétrie réelle dans ce conflit : même des capacités réduites sont susceptibles de maintenir un blocage quasi-total du trafic maritime par le détroit d'Ormuz.** Pour le moment, le régime iranien n'est pas renversé, les militaires ne se sont pas retournés et le pouvoir iranien ne manifeste aucune réelle volonté de négocier pour le moment.

D. Trump continue d'évoquer des négociations mais on observe entretemps plutôt un renforcement des déploiements militaires américains dans la région, avec une probabilité accrue d'intervention de troupes au sol ou d'un blocus des tankers transportant le pétrole iranien : de telles initiatives ne manqueraient pas d'entraîner des représailles des Iraniens contre les installations pétrolières et gazières de la région.

Il semble que les éléments de nature à favoriser un retrait des États-Unis (prix de l'essence, sondages d'opinion, coût budgétaire, disponibilités des armements, ampleur des pertes humaines...) **ne puissent pas encore prévaloir.** D. Trump a compris qu'il perdra les élections de mi-mandat de toutes façons en novembre et il préfère miser sur « l'héritage » qu'il transmettra à moyen terme à l'Amérique en affaiblissant durablement la République Islamique d'Iran.

Une amorce de négociations n'empêcherait guère du reste pas une intensification des combats, comme de

nombreux exemples l'ont montré dans le passé, alors que Marco Rubio a averti que des perturbations durables pourraient affecter le détroit d'Ormuz.

Entretemps, les rebelles Houthis au Yémen, un des soutiens de l'Iran, et qui étaient très discrets jusqu'à présent, **ont décidé d'intervenir contre l'Israël et menacent à demi-mot la circulation maritime au niveau du détroit de Bab-el-Mandeb.** Ce développement est inquiétant car la mer Rouge est devenue le débouché unique pour les exportations de pétrole saoudien (7 millions de barils par jour transitent désormais par l'oléoduc est-ouest débouchant à Yambu) et constitue la seule voie alternative assurant un transit important de pétrole en contournant le détroit d'Ormuz.

2 PEUT-ON DÉJÀ DÉCELER LES PREMIERS IMPACTS ÉCONOMIQUES ?

La principale crainte, tant des gouvernements que des marchés financiers, est celle d'une forme de « glissade stagflationniste » de l'économie mondiale et certains signes commencent à pointer dans cette direction. Les premières enquêtes révèlent un recul des attentes de production des entreprises et de la confiance des consommateurs, tandis que des anticipations d'inflation plus élevée à court terme se multiplient.

Aux États-Unis, si les enquêtes auprès des entreprises montrent une relative résistance (à l'exception des services), la baisse de la confiance des ménages est déjà visible dans l'enquête de l'Université du Michigan et le risque d'une dégradation supplémentaire est réel si les prix de l'essence continuent d'augmenter.

En zone euro, l'indice PMI composite de mars a reculé à 50,5 et le recul observé (-1,4pt) est plus marqué que

celui constaté après le début du conflit Russie-Ukraine (-0,6 point à l'époque). Les délais de livraison des fournisseurs se sont déjà allongés, ce qui fait craindre des premiers goulets d'étranglement liés aux perturbations du transport maritime et aux retards d'approvisionnement en provenance d'Asie. Parallèlement, l'enquête flash de la Commission européenne auprès des consommateurs a enregistré une baisse de 4 points de l'indice de confiance des ménages, désormais sensiblement en dessous de sa moyenne de long terme.

Naturellement, l'Asie concentre les craintes les plus aiguës liées aux approvisionnements énergétiques compte tenu d'une très forte dépendance aux importations du Moyen-Orient. Les prix du pétrole dans ces pays ont augmenté de manière plus marquée qu'en Europe et aux États-Unis.

3 QUEL EST LE BILAN DES QUATRE PREMIÈRES SEMAINES DE CONFLIT POUR LES MARCHÉS ?

Le prix du baril de Brent de la mer du Nord frôle désormais les 116 dollars en hausse de 60 % depuis le début du conflit et de 90% depuis le début de l'année 2026. S'agissant du gaz naturel, la référence européenne, le TTF néerlandais a clôturé vendredi 27 mars à plus de 54 euros le mégawattheure, en progression de plus de 70 % depuis fin février. Si ce dernier est loin des records observés en 2022 après l'invasion de l'Ukraine par la Russie (avec à l'époque un pic à 339 € et une moyenne de 132 €), le cours du Brent est désormais proche du sommet de 128 \$ atteint en 2022 et surtout supérieur à la moyenne observée sur l'ensemble de l'année 2022 (99 \$).

Il nous semble vraisemblable qu'on ne retrouvera pas rapidement les niveaux de début d'année sur les prix de l'énergie, compte tenu de la durée résiduelle du conflit, des délais de normalisation du trafic au niveau des détroits (qui dépend autant de l'évolution du régime iranien que de l'attitude des assureurs), ainsi que de la remise en état de certaines installations (notamment pour le gaz au Qatar).

Sur les marchés financiers, nous restons probablement dans la période caractéristique de la première phase de réaction au regard des impacts économiques observés et attendus.

Alors que beaucoup de crises géopolitiques sont souvent résorbées sur les marchés financiers au bout de quelques semaines, les marchés actions n'ont, cette fois-ci, peut-être pas encore reculé à proportion des risques réels de recul des valorisations, de révision en baisse des bénéfices des entreprises et d'orientation plus restrictive des politiques monétaires.

Au 27 mars, l'indice S&P 500 se dirige vers sa plus forte baisse mensuelle depuis septembre 2022, chutant de 7,3 % depuis le début de la guerre. C'est sensiblement autant que le Nasdaq Composite (-7,5 %), très orienté sur les valeurs technologiques, qui affiche toutefois un recul de plus de 12 % par rapport à son pic de fin octobre. Le Stoxx Europe 600 a reculé quant à lui de 8,8%, l'Asie émergente de 10,9% et l'indice mondial MSCI World de 8,1% (-5,8 % en euros).

Ces reculs sont certes significatifs mais n'intègrent pas un scénario de récession, qui se traduirait par des sanctions sensiblement plus fortes. Sur le plan fondamental, les valorisations ont peu baissé et semblent toujours onéreuses, notamment aux États-Unis, d'autant que les taux d'intérêt ont remonté. Quant aux indicateurs techniques de sentiment de marché à court terme, ils ne semblent pas encore sur des valeurs extrêmes - même si le VIX a franchi les 30 % en fin de semaine pour la première fois depuis avril dernier - et on est donc encore loin d'un scénario de capitulation.

Les investisseurs ont d'abord sanctionné les marchés en fonction de leur dépendance plus ou moins forte aux sources d'approvisionnement énergétique localisées dans le Golfe persique. Rappelons que près de 90 % des volumes totaux exportés via le détroit d'Ormuz sont traditionnellement destinés aux marchés asiatiques, tandis que la part de l'Europe est inférieure à 10 %. Du côté du gaz, la part du GNL livré via le détroit représentait environ 27 % des importations totales de GNL de l'Asie en 2025 et seulement environ 7 % des flux totaux de GNL de l'Europe durant la même période. Quant aux États-Unis, devenus le premier producteur mondial de pétrole et le premier exportateur de GNL, d'abord relativement moins impactés, ils ont vu leurs indices reculer davantage que les autres zones au cours des 10 derniers jours.

La sensibilité de l'opinion publique américaine aux prix des carburants pourrait d'ailleurs peser lourd dans la décision future de l'administration américaine de prolonger ou non le conflit, l'intervention américaine étant largement impopulaire aux États-Unis, et pas seulement chez les sympathisants démocrates, mais pour partie dans le camp républicain. Ce mécontentement est d'autant plus palpable que le prix de l'essence aux États-Unis a déjà grimpé de plus de 40 % depuis le début de l'année à près de 4\$ le gallon (et jusqu'à 5,5 \$ en Californie !).

En attendant, les anticipations de hausse de l'inflation ont également un impact sur les attentes en matière de politique monétaire et sur les taux d'intérêt.

Aux États-Unis, la projection médiane des membres du FOMC n'anticipe plus qu'une seule baisse de 25 points de base en 2026. Quant à la BCE, elle anticipe désormais une inflation moyenne totale de 2,6 % en zone euro et une croissance révisée en baisse à 0,9 %. Or les marchés intègrent désormais au moins deux hausses du taux de dépôt de 25 pb cette année. Toutefois, en cas de désescalade rapide au Moyen-Orient, ces anticipations de hausse pourraient être rapidement écartées.

La BCE se retrouve face à un arbitrage classique mais redoutable : soutenir une économie fragilisée ou prévenir un choc inflationniste potentiellement durable, surtout si des effets de second tour devaient se manifester, via des mesures de soutien budgétaire dans certains pays ou des hausses de salaires.

Sources données chiffrées : Bloomberg, VEGA Investment Solutions.

4

LA PURGE SUBIE PAR LE MARCHÉ DES ACTIONS EST-ELLE PROCHE DE LA FIN ?

Les expositions des investisseurs étaient assez haussières juste avant le déclenchement du conflit, compte tenu des perspectives de croissance bénéficiaires et de l'orientation favorable des politiques monétaires. **Le débouclage des positions les plus spéculatives et la réduction du risque progressent et on peut même désormais constater quelques zones de survente, non seulement sur les marchés d'actions mais aussi sur les marchés de taux.** Ainsi, les taux à 2 ans allemands sont passés de 2,0 % à 2,67 % sur le mois écoulé et les rendements des gilts britanniques à 10 ans est passé de 4,23 % à 4,97 % ! Quant aux « 7 Magnifiques » (Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla), ils cèdent collectivement 9,6 % sur le mois écoulé et plus de 17 % depuis leur plus haut de décembre.

Même l'or n'a guère joué son rôle traditionnel de « valeur refuge ». Il a jusqu'à présent subi des prises de profit (-17 %) comme toutes les thématiques momentum – celles bénéficiant d'un fort appétit des investisseurs – mais cela est assez usuel en début de choc (-27 % en 2008, -21 % en 2022), d'autant que les investisseurs ont arbitré l'or en faveur du pétrole. L'or pourrait rebondir durant la seconde phase du choc, si elle se matérialisait.

S'il semble difficile d'estimer la fin de la purge actuelle sur les actifs risqués,

les phases de rebond peuvent être violentes, comme ce fut le cas en cours de séance le 23 mars, suite au report temporaire de l'ultimatum de D. Trump, qui avait menacé de bombarder les installations énergétiques iraniennes si son ultimatum n'était pas accepté par les autorités de la République islamique. Il ne serait pas illusoire d'imaginer qu'un accord puisse être trouvé pour offrir une « porte de sortie » à l'Iran, permettant à D. Trump d'apparaître comme « gagnant » vis-à-vis de l'opinion américaine sans pour autant que l'Iran, très affaibli, ne

perde totalement la face et que le régime actuel soit condamné à céder le pouvoir. Il suffirait à D. Trump d'annoncer qu'il a « atteint ses principaux objectifs » notamment la réouverture du détroit d'Ormuz, le démantèlement de l'essentiel des capacités de mise au point d'une bombe nucléaire par l'Iran et la perte par ce pays d'une partie significative de son pouvoir et de sa volonté de nuisance à l'égard des pays de la région. La Chine, client quasi unique du pétrole iranien, pourrait aussi user de son pouvoir d'influence sur son allié pour obtenir une cessation des hostilités.

Il convient de rappeler que les marchés boursiers atteignent généralement un plus bas au moment où le sentiment est le plus négatif, et compte tenu des considérations développées plus haut, nous ne serions pas surpris si cela se matérialisait d'ici à la fin du mois. N'oublions pas que D. Trump a prévu de se rendre en Chine les 14 et 15 mai pour un sommet avec Xi Jinping, une première visite depuis le début du second mandat du président américain.

Sources données chiffrées : Bloomberg, VEGA Investment Solutions.

5 QUELLES STRATÉGIES POUR LES PORTEFEUILLES ?

Il est clair que le conflit en Iran a franchi cette dernière semaine un nouveau seuil en termes d'intensité, même si l'Iran ne semble pas forcément en capacité d'intensifier le niveau des frappes de représailles qu'il est lui-même en mesure d'infliger aux pays de la région. Certes, une guerre asymétrique comme celle que l'Iran continue à mener constitue toujours un facteur de paralysie économique pour la région et est porteuse de répercussions importantes sur le reste du monde, mais le pouvoir de nuisance de l'Iran est appelé à décroître avec le temps.

Si le sentiment initial des observateurs a été de penser que les développements récents éloignaient la perspective d'un règlement rapide de la situation, ils ne signifient pas non plus que le conflit puisse durer plus de quelques semaines supplémentaires. Il nous semble aussi que les niveaux particulièrement faibles atteints par les indices européens à l'ouverture ce lundi matin ainsi que des taux obligataires, pourraient servir de catalyseur à des velléités de stabilisation, offrant ainsi un bon support cette semaine.

Le pouvoir d'achat des ménages américains reste en tête des préoccupations de l'administration

Trump avant les élections de mi-mandat et les dirigeants américains gardent un œil très vigilant sur le prix du pétrole et de l'essence, sans oublier les marchés obligataires. D. Trump ne souhaite clairement pas une période prolongée de prix du pétrole et de taux élevés, ce qui plaide pour limiter les risques d'escalade du conflit.

Notre raisonnement est désormais le suivant : si la tendance de moyen-long terme favorable aux marchés d'actions n'est pas remise en cause, il est clair que les indicateurs de perception du risque révèlent toujours un stress marqué lié aux incertitudes géopolitiques. En outre, les

indicateurs de risque macro-économique se dégradent à mesure que le conflit et les blocages se prolongent dans le temps, et alors que les buts de guerre de la coalition ne sont pas forcément clairs.

Nous avons donc profité du rebond observé pendant les trois premiers jours de la semaine dernière pour réduire nos expositions en actions, passant de 57 % à 54 % d'exposition, ce qui nous ramène à une très modeste surpondération de 4 %. Nous sommes passés de positif à neutre sur Europe et concentrons un biais modérément favorable sur les États-Unis et

les marchés émergents. Notre préférence pour les actions américaines par rapport aux actions européennes est notamment liée à un moindre risque de stagflation, à une moindre cyclicité et à la capacité du dollar à amortir légèrement les phases de stress de marché.

Enfin, nous conservons une sensibilité proche de la neutralité sur nos portefeuilles obligataires et des positions constructives sur le crédit « investment grade », qui ne nous semblent pas exagérément vulnérables aux niveaux actuels.

Sources données chiffrées : Bloomberg, VEGA Investment Solutions.

Achévé de rédiger le 30/03/2026

Nuno TEIXEIRA
Directeur Analyses et Stratégie de l'Offre

Pierre BARRAL
Directeur de la Gestion Multi-actifs

Jean-Jacques FRIEDMAN
Directeur des Gestions Déléguées

VEGA Investment Solutions

MENTIONS LEGALES

Ce document est destiné à des clients non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de VEGA Investment Solutions. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par VEGA Investment Solutions à partir de sources qu'elle estime fiables. VEGA Investment Solutions se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. VEGA Investment Solutions ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Tout investissement peut être source de risque financier et doit être apprécié attentivement au regard de la situation financière, juridique et fiscale ainsi qu'aux objectifs en matière de placement ou de financement de chaque investisseur. Avant tout investissement éventuel, il convient de lire attentivement l'ensemble des documents réglementaires tenus à votre disposition. La responsabilité VEGA Investment Solutions ne saurait être engagée en cas de pertes résultant d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ce document. Il est également rappelé que tout investissement sur les marchés financiers peut être soumis à des fluctuations de cours à la hausse comme à la baisse pouvant se traduire par une perte plus ou moins importante du capital investi sur des durées plus ou moins longues. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé. Elles sont émises à la date indiquée sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle. La référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'attention des investisseurs est attirée sur les liens capitalistiques existant entre le Groupe BPCE, et les entités citées, il peut exister un risque de conflits d'intérêts.

Achevé de rédiger le 30 mars 2026

NATIXIS INTERÉPARGNE – Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 8 890 784 Euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 692 012 669. 59, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris.

BPCE - Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 207 603 030 euros - Siège social : 7, promenade Germaine Sablon 75013 PARIS - RCS Paris N° 493 455 042.

VEGA Investment Solutions - Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP-04000045 en date du 30 juillet 2004. Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 2 869 638,25 euros, enregistrée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le n° 353 690 514, titulaire de l'identifiant unique REP papiers n° FR417367_01UEPO délivré par l'ADEME, dont le siège social est sis 43, avenue Pierre Mendès France 75013 Paris.