

ÉDITORIAL

3

GUERRE DU GOLFE : LES MARCHÉS FINANCIERS SONT-ILS SOMNAMBULES ?

Les cours des actifs financiers évoluent de manière inattendue depuis le début de la guerre du Golfe (absence de valeurs refuge, réduction limitée de la prise de risque). Les marchés savent-ils quelque chose que nous ignorons ? La manière dont les prix des actifs reflètent les anticipations économiques a-t-elle changé fondamentalement ? Les marchés sont-ils simplement défaillants et les cours sont-ils sur le point de se corriger brutalement ? Malheureusement, il est impossible de le savoir avec certitude. Qui plus est, ces hypothèses ne s'excluent pas mutuellement. Jusqu'à présent, les marchés semblent anticiper une poussée de l'inflation à laquelle les banques centrales apporteraient une réponse ferme, avec des dommages limités pour la croissance et un retour relativement rapide à la fourchette cible. C'est plausible mais des scénarios bien pires le sont également. Le fait que les cours ne les prennent pas davantage en compte contribue à limiter les dommages pour la croissance à court terme. Néanmoins, cela pourrait se révéler problématique si la situation venait à changer brusquement.

Depuis le 1^{er} mars, les marchés mondiaux ont dansé au rythme d'un seul tambour : le cours en bourse du pétrole brut (Brent et WTI). Il ne s'agit pas du pétrole physique (celui qui est transporté par navire ou oléoduc), ni des produits pétroliers tels que le carburant pour navires, le diesel ou encore l'essence, dont les prix ont explosé, ce qui a sans doute beaucoup plus d'impact sur les performances économiques. Il s'agit uniquement du pétrole « papier » (contrats financiers), dont le prix intra-journalier oscille de manière spectaculaire, en fonction des flux et reflux des espoirs et des craintes concernant la gravité et la durée du choc énergétique. Les actions, les obligations et les devises autres que le dollar affichent toutes une forte corrélation négative avec les contrats pétroliers. En d'autres termes, les marchés fluctuent au gré des unes sur l'évolution du conflit, qui pour beaucoup ne reflètent que la propagande de guerre des belligérants.

Dans l'ensemble, un mois après le début de la guerre, le pétrole s'est renchéri de 55%, les actions mondiales ont chuté de 8% et l'or de 15%. Les marchés sont passés de l'anticipation de baisses de taux, par les grandes banques centrales, à celle de hausses multiples. En outre, les rendements obligataires souverains mondiaux ont augmenté de plusieurs décimales atteignant, dans certains cas, des niveaux inédits depuis la fin des années 2000 (voir le tableau et le graphique 1 pour plus de détails)¹. Rien de tout cela n'est aberrant en soi, mais en y regardant de plus près, certaines incohérences et autres bizarreries apparaissent.

ABSENCE DE VALEURS REFUGES

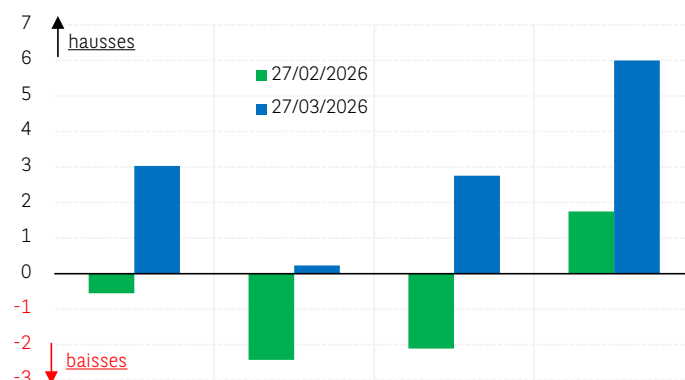
Les actions et les obligations ont chuté de concert. L'or aussi. Si ce dernier point est très inhabituel face à un choc inflationniste, le premier l'est beaucoup moins ; mais de tels chocs étaient tellement rares entre les années 1980 et la pandémie de 2020 que nous les avons collectivement oubliés. Une chute simultanée des cours des actions et des obligations s'est d'ailleurs produite en 2022.

Quand les banques inflationnistes augmentent, les marchés s'attendent à ce que les banques centrales resserrent leur politique monétaire en relevant leurs taux directeurs. Cela fait alors grimper les taux d'intérêt à court terme et pèse sur les perspectives de croissance. En temps normal, les capitaux se dirigeraient alors vers la relative sécurité des obligations d'État à long terme (entraînant un aplatissement, voire souvent une inversion de la courbe des taux), et vers des valeurs refuges traditionnelles comme l'or.

Cette fois-ci, l'aplatissement a été relativement modéré. En effet, les taux à long terme n'ont pas été prisés autant qu'ils auraient dû l'être sur la base des corrélations historiques. Bien sûr, cela pourrait encore se produire à mesure que l'inquiétude des marchés pour la croissance s'accroît. Mais pour l'heure, il pourrait y avoir deux raisons à cela, qui ne s'excluent pas mutuellement : une prime de risque d'inflation et des taux réels plus élevés.

1. Les chiffres se rapportent aux cours des contrats au comptant sur le Brent et à l'indice mondial *All Countries World Index* (ACWI) entre la clôture du marché du 27 février 2026 et le 27 mars 2026.

Anticipations de marché sur les taux directeurs des principales banques centrales : nombre de hausses/baisses à fin 2026



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Revue des marchés du 27 février au 27 mars 2026

	variation, %				
	27/03/2026	1 semaine	depuis le 27 fév.	cumul annuel	1 an
S&P500	6368,9	-2,1	-7,4	-7,0	+11,9
Nasdaq Composite	20948,4	-3,2	-7,6	-9,9	+17,7
Euro STOXX 50	5505,80	+0,1	-10,3	-4,9	+2,3
CAC40	7701,95	+0,5	-10,2	-5,5	-3,6
Bloomberg World Index	2239,14	-1,5	-8,5	-5,0	+14,2
Nikkei 225	53373,07	+0,0	-9,3	+6,0	+41,2
Hang Seng Index	24951,88	-1,3	-6,3	-2,6	+5,8

	en pb				
	27/03/2026	1 semaine	depuis le 27 fév.	cumul annuel	1 an
OAT 10 ans (%)	3,83	+7,9	+61,6	+27,0	+36,6
Bund 10 ans (%)	3,09	+5,1	+45,1	+23,9	+32,1
US Tr. 10 ans (%)	4,43	+4,8	+49,0	+26,1	+6,8
JGB 10 ans (%)	2,39	+11,1	+26,8	+32,2	+79,9
Gilt 10 ans (%)	4,97	-2,0	+74,1	+49,5	+19,1

	variation, %				
	27/03/2026	1 semaine	depuis le 27 fév.	cumul annuel	1 an
EURUSD	1,15	-0,5	-2,6	-2,0	+6,6
Indice DXY	100,15	+0,5	+2,6	+1,9	-4,0
Brent (\$/baril)	112,57	+0,3	+55,3	+85,0	+52,1
Prix du TTF (€/MWh)	54,18	-8,6	+71,4	+83,8	+31,8

TABLEAU

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Or, les anticipations de marché concernant l'inflation à 10 ans n'ont pas augmenté de manière significative (contrairement à celles à plus court terme). Il ne reste donc que les taux réels.

Pourquoi les taux réels auraient-ils augmenté depuis le début de la guerre ? L'explication la plus probable est que les marchés anticipent une hausse des déficits publics. Cela semble logique compte tenu des surcroûts de dépenses massives réalisées par les gouvernements de la plupart des pays avancés en 2022-2023 pour amortir le choc lié à la hausse des coûts énergétiques (entre plus de 3% et plus de 5% du PIB dans les plus grandes économies européennes).

Cependant, en raison de l'héritage de ces déficits importants, la marge de manœuvre est cette fois-ci bien plus réduite, et la plupart des réponses ont jusqu'à présent été beaucoup plus ciblées, limitées dans le temps et modestes. Si cette tendance se maintenait, les marchés pourraient donc revoir à la baisse la prime de terme. Toutefois, les inquiétudes persistantes concernant les déficits budgétaires importants pourraient la maintenir à un niveau élevé, voire la faire grimper dans certains pays. La sous-performance des bons du Trésor américains, des gilts britanniques et des BTP italiens est notable à cet égard. Il en va de même des conditions de négociation inhabituellement médiocres des bons du Trésor américain au cours de la dernière semaine de mars, durant laquelle trois adjudications d'obligations (à 2, 5 et 7 ans) ont enregistré une demande exceptionnellement faible.

Pour le moment, la hausse des taux réels à long terme pourrait contribuer à expliquer la sous-performance de l'or. Une autre explication probable réside dans la performance parabolique de l'or à l'approche de la guerre qui en a fait un actif privilégié à vendre pour tout détenteur à la recherche de liquidités (y compris pour les banques centrales).

UNE APPRÉCIATION LIMITÉE DU DOLLAR

L'indice dollar DXY a progressé de 2,65 % sur le mois de mars. Cette appréciation est logique car un choc des prix de l'énergie constitue un choc positif sur les termes de l'échange pour les États-Unis (et les autres exportateurs d'énergie) et un choc négatif pour tous les autres pays. De plus, le dollar a longtemps été considéré comme une valeur refuge, s'appréciant en période de risque accru et d'aversion au risque. Cependant, 2025 a offert plusieurs occasions de constater l'affaiblissement significatif de ce schéma. Les mouvements des marchés du mois dernier ont confirmé cette tendance.

Ainsi, les mouvements de taux de change - tant des marchés développés que des marchés émergents - n'ont atteint qu'environ les deux tiers de ce que les schémas antérieurs laissaient présager. Néanmoins, si les prix de l'énergie devaient continuer à grimper, nous nous attendons à ce que le dollar se renforce davantage, avec potentiellement des accélérations non linéaires de cette tendance. Dans certains pays, les banques centrales pourraient alors être contraintes d'intervenir pour atténuer la pression à la vente sur leurs devises, car une forte dépréciation intensifierait les risques pour l'inflation et la stabilité financière.

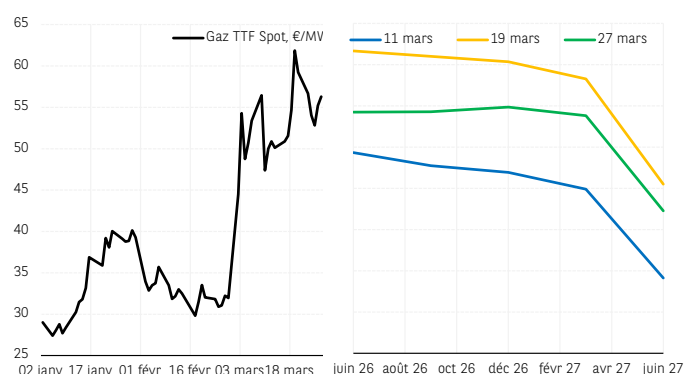
UN DÉLESTAGE MODÉRÉ DES ACTIFS À RISQUE

Ces derniers jours, les marchés boursiers ont commencé à enregistrer des pertes un peu plus significatives. Toutefois, cela est en grande partie lié à des problèmes sans rapport avec la guerre qui affectent les valeurs technologiques, lesquelles avaient jusqu'à récemment surperformé.

Bien que les actions américaines et, dans une moindre mesure, les actions mondiales, aient été chères avant la guerre, un seul indice majeur (le NASDAQ) a connu une correction de plus de 10 % entre son pic et son creux. Des corrections d'environ 8% en un seul mois se sont produites en moyenne tous les 2,5 ans depuis 2000, c'est-à-dire qu'elles ne sont pas rares.

Le VIX, l'« indice de la peur », qui mesure la volatilité attendue des actions du S&P 500, a oscillé entre 25 et 30 points (contre une moyenne à long terme d'environ 20, et des pics supérieurs à 50 en avril dernier à la suite du « Jour de la Libération »). Les prévisions de bénéfices n'ont pas été revues à la baisse de manière significative. Et de nombreux analystes boursiers maintiennent leurs objectifs de fin d'année d'avant-guerre pour les indices américains.

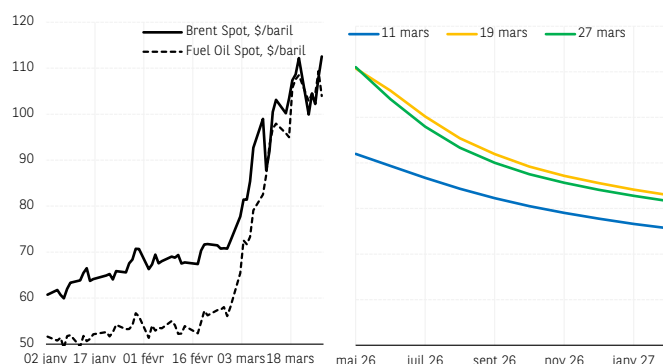
Prix des contrats à terme sur le gaz TTF, EUR/MWh



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Prix des contrats à terme sur le Brent, USD/baril



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BLOOMBERG, BNP PARIBAS

Les enquêtes menées auprès des investisseurs mondiaux indiquent qu'ils n'ont pas beaucoup réduit le risque de leurs portefeuilles, leurs liquidités restant bien en deçà de ce que nous avons observé après le choc du Jour de la Libération en 2025, ou après l'invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Russie en 2022. Cela suggère que les investisseurs mondiaux ne s'attendent pas à ce que la guerre et le choc énergétique qui en découle causent des dommages significatifs à la croissance. L'OCDE et les banques centrales, qui ont publié des prévisions révisées ces dernières semaines, semblent partager cet avis². Cependant, ces prévisions reposaient sur des scénarios de l'ampleur et la durée du choc énergétique qui sont déjà hors de portée compte tenu de l'évolution des marchés de l'énergie et de la situation actuelle sur le terrain (voir les graphiques).

Ces « anomalies » sont-elles préoccupantes ? Dans une certaine mesure, oui. L'absence d'actifs de couverture des risques complique la construction de portefeuilles. Cela signifie également que ce choc, s'il persiste ou s'aggrave, aura des effets de richesse négatif globaux (pertes en capital) plus importants que les chocs d'aversion au risque plus traditionnels.

² Voir les projections macroéconomiques de mars 2026 de la [Fed](#), la [BCE](#), la [Banque de France](#) et l'[OCDE](#). Nos propres travaux ([Guerre au Moyen-Orient : les ondes de choc s'amplifient](#)) soulignent que les scénarios les plus modérés concernant l'évolution de la guerre ont des répercussions relativement limitées sur la croissance et entraînent des hausses d'inflation transitoires. En revanche, les scénarios défavorables, désormais plus probables, ont des implications macroéconomiques plus sévères.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Dans des pays comme les États-Unis, où les effets de richesse financière contribuent de manière significative à la consommation des ménages, cela crée un risque baissier supplémentaire pour la croissance. En Europe, pour le meilleur et pour le pire, cet effet est toutefois insignifiant dans la plupart des pays. Cette réduction modérée des risques a également des conséquences, mais elles ne sont pas toutes négatives.

Tant que la possibilité de scénarios n'entraînant que des coûts de croissance gérables persiste, il est de loin préférable que les marchés financiers n'amplifient pas les vents contraires liés à la hausse des prix de l'énergie et au resserrement monétaire des banques centrales. Cela se produirait si nous assistions à une flambée de l'aversion au risque rendant prohibitif l'accès au financement (ou au refinancement) pour les entreprises ou les États. Cela mettrait à mal les portefeuilles et pourrait poser des problèmes pour la stabilité financière systémique.

De même, les contrats à terme sur les prix du pétrole tablent sur un choc énergétique de relativement courte durée, et même les prix au comptant sont restés bien en deçà des prix de livraison physique dans les principaux ports pétroliers (voir le graphique 3). Compte tenu de l'impact considérable que ces prix ont eu sur tous les autres marchés financiers depuis le début de la guerre, cette modération est une bonne chose et joue le rôle d'amortisseur.

Néanmoins, en définitive, les réalités économiques futures, reflétées par les marchés, et celles dictées par les faits sur le terrain devront converger. À ce moment-là, soit nous pousserons un soupir de soulagement collectif, soit notre réveil sera brutal.

Isabelle Mateos y Lago

Graphiques : Tarik Rharrab

