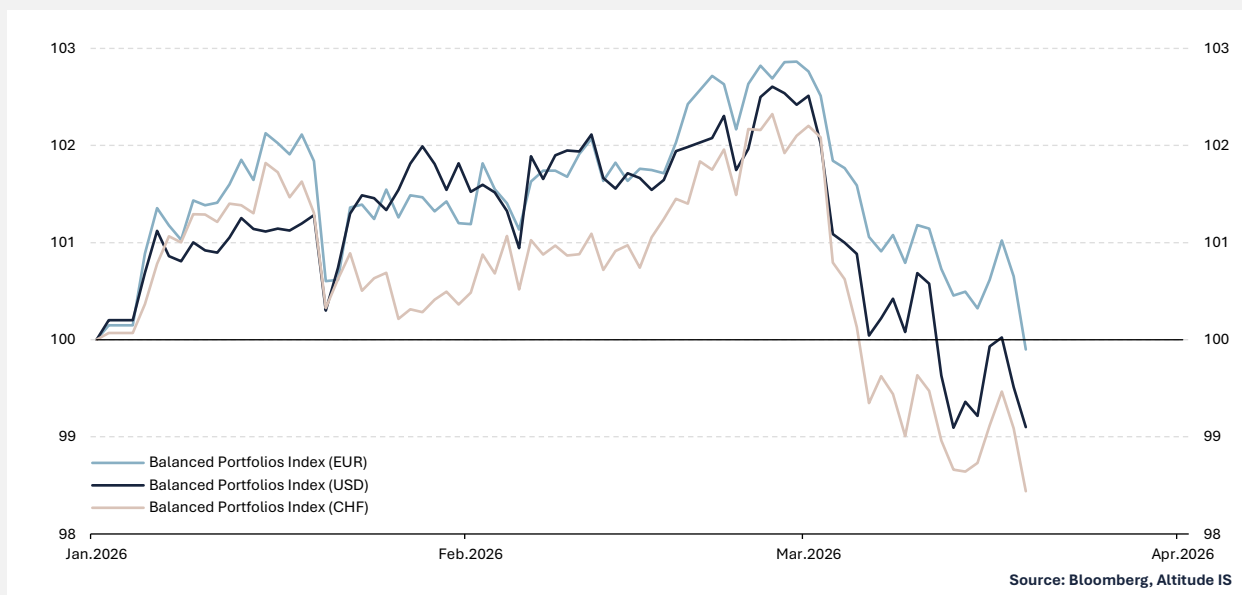


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 23 mars 2026

"ENTRE CRISE ET OPTIMISME, LES PORTEFEUILLES BALANCENT"

- La correction de mars est venue effacer les bonnes performances de janvier et février
- Récemment, seuls l'énergie et le dollar sont parvenus à générer des profits
- La chute des marchés actions semble justifiée et pourrait s'accroître
- Au contraire, l'or et les obligations souveraines devraient rebondir

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Retour à la case départ pour la gestion discrétionnaire"



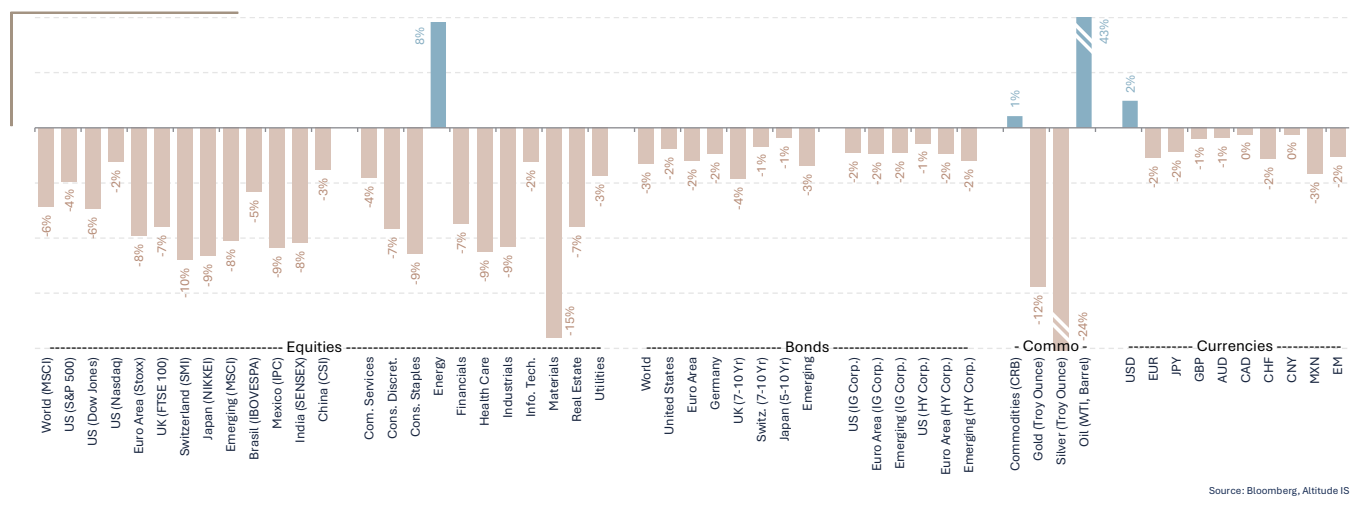
ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Après avoir profité d'un début d'année tonitruant, les investisseurs ont eu du mal à négocier le virage du mois de mars. La guerre en Iran est venue bouleverser les prévisions de croissance et d'inflation mondiales. La stagnation économique est probable, tandis que la flambée des prix du pétrole est devenue une certitude. Cette combinaison, qui mène à la stagflation, a pénalisé les deux principales classes d'actifs : les actions, car les bénéfices des entreprises en souffriront, et les obligations, car les taux progressent. L'or, qui sert classiquement d'actif refuge, n'a pas eu l'occasion de briller. Non seulement la correction n'a pas été assez violente pour que le métal jaune soit activement recherché par les investisseurs mais ceux-ci ont également été contraints d'en vendre une partie pour couvrir les appels de marges.



Sur cette période de trois semaines, **seuls l'énergie et le dollar ont généré un retour sur investissement positif** (cf. Fig. 2). Le billet vert et les actifs américains, dans une moindre mesure, ont joué leur rôle de protection habituel, n'en déplaise aux cassandres qui prédisent la fin de l'hégémonie américaine. Cette bulle d'oxygène n'aura pas suffi à maintenir à flot les performances des portefeuilles balancés. La brutale et négative contribution du mois de mars est venue effacer les très bons résultats de janvier et février (cf. Graphique de la semaine).

Fig. 2 – Performance des principales classes d'actifs, au mois de mars



La guerre en Iran a remis en cause les rotations sectorielles et géographiques qui prévalaient jusque-là.

Le secteur de la consommation courante (*staples*), directement pénalisé par l'érosion du pouvoir d'achat des ménages, est descendu du podium. Il ne côtoie pas encore les secteurs de la consommation cyclique (*discretionary*), des financières, de la technologie et de la santé, qui souffrent chacun de leur difficulté propre. De la même manière, l'Europe, le Japon et les pays émergents ont rendu une bonne partie de l'avance accumulée en début d'année vis-à-vis des États-Unis. Ce chamboulement brusque et inattendu a fait bondir la volatilité, tant sur le marché des actions que sur celui des obligations. Comme chaque fois en de telles circonstances, **les spreads de crédit se sont rapidement creusés** (cf. Fig. 3). Partant de très bas, ils restent toutefois à des niveaux absolus qualifiables de modestes. Une prolongation du conflit en Iran pourrait aisément les propulser et les maintenir à un niveau supérieur.

Tous ces ajustements sont parfaitement logiques et compréhensibles. A contrario, le récent mouvement observé sur les taux d'intérêt semble suspect. Depuis le 28 février, les rendements offerts par les obligations souveraines ont bondi de 30 à 60 points de base, selon l'échéance et la monnaie. Les investisseurs craignent le scénario de stagflation et le durcissement de la politique monétaire des banques centrales. Nos analyses nous amènent à mettre en question ces deux conclusions hâtives.

- **Les situations de stagflation sont très rares.** Au cours du siècle écoulé, les économistes ont régulièrement redouté que cette situation paradoxale se matérialise, mais il n'y a eu qu'une seule véritable période de stagnation de l'économie combinée à une hausse généralisée des prix : au cours des années 1970. Dans tous les autres cas, il s'agissait d'une "simple récession", où la flambée des prix s'est estompée naturellement dès que l'économie s'est contractée, 12 à 18 mois plus tard.

Pour mémoire, dans les années 1970, le double choc pétrolier avait poussé les ménages à demander des hausses de salaires conséquentes, capables de préserver leur pouvoir d'achat face à la hausse



des prix (cf. Fig. 4). Les entreprises avaient alors cherché à répercuter la progression des prix de production sur leurs prix de vente. Une spirale prix-salaires s'était enclenchée. Cette stratégie des travailleurs avait été possible uniquement parce qu'après 30 ans de taux de chômage ultra faible (les Trente Glorieuses), leur pouvoir de négociation était considérable. Une augmentation salariale généralisée n'est pas reproductible aujourd'hui, car le marché de l'emploi est tout sauf en surchauffe, qui plus est avec la vive concurrence que représente l'intelligence artificielle. **Cette fois, si le choc inflationniste se poursuivait, il déboucherait donc sur une "simple récession".**

Fig. 3 – Volatilité et risque de crédit

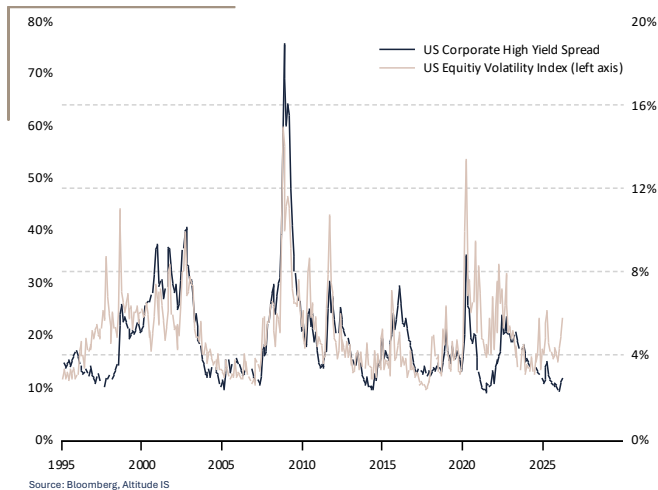
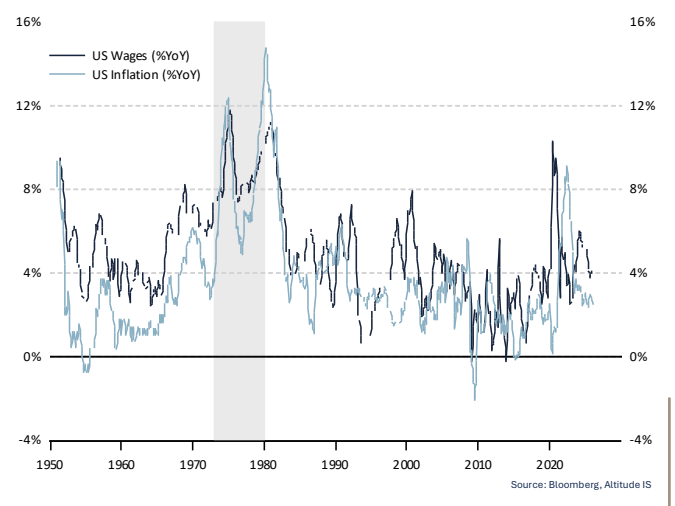


Fig. 4 – Progression des prix et des salaires



- **Les banques centrales ne réagissent presque jamais à un choc d'offre**, car augmenter les taux d'intérêt ne ferait pas reculer les prix de l'énergie mais accentuerait le scénario de stagnation. Chercheraient-elles à emmener l'économie en récession dans le seul but de ramener l'inflation sous la barre des 2%, comme le concluent certains analystes ? **C'est possible si elles veulent absolument stabiliser les anticipations d'inflation mais ce serait risqué car, dès que le choc d'offre serait passé, elles pourraient se rendre compte qu'elles ont généré une situation de déflation.** Or, pour les économistes, la déflation est le pire de tous les maux, pire que l'inflation.

Il est fort probable que les investisseurs aient un souvenir trompeur de la situation de 2022, lorsque les banques centrales avaient drastiquement monté leurs taux directeurs. Certes, la pandémie de Covid-19 constituait également un choc d'offre et les banques centrales avaient fini par agir en réaction. Mais attention, elles ne l'avaient pas fait parce que les prix de l'énergie et des transports avaient provoqué une forte inflation. Elles avaient agi lorsqu'elles s'étaient rendu compte que ce choc d'offre était accompagné d'un choc de demande. En effet, après des mois d'épargne forcée et de subventions publiques, les ménages avaient fini par accumuler une épargne monumentale. Leur frustration et leur capacité d'achat étaient telles, presque compulsives, que les entreprises pouvaient aisément répercuter les hausses des prix des intrants sur leurs prix de vente. Ces dernières avaient même accepté de faire croître les salaires, enclenchant ainsi une spirale inflationniste. C'est à ce moment-là et pour cette raison que les banques centrales avaient augmenté leurs taux directeurs, et non pas en réaction au choc d'offre. **La situation actuelle est très différente. Les ménages n'ont pas la capacité de dépenser davantage.** Les dernières enquêtes montrent qu'ils réduisent certaines dépenses de consommation pour compenser la hausse des prix de l'énergie. Ils effectuent des arbitrages, renonçant à des loisirs et serrant le budget des futures vacances.



Les implications de la guerre en Iran, aussi importantes soient-elles, ne doivent pas masquer les autres sujets qui préoccupent les investisseurs : la crise du crédit (cf. [S&T du 2 mars 2026](#)), le surinvestissement dans l'intelligence artificielle, la régulation du prix des médicaments, l'incertitude des tarifs douaniers, le renouvellement des gouverneurs de la Fed (cf. [S&T du 16 mars 2026](#)) et, dernier point mais non des moindres, **la valorisation excessive des indices boursiers.**

Fig. 5 – Valorisation des actions américaines

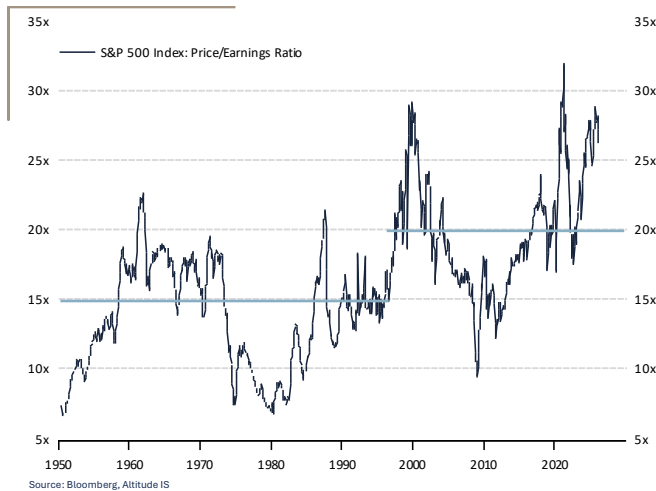
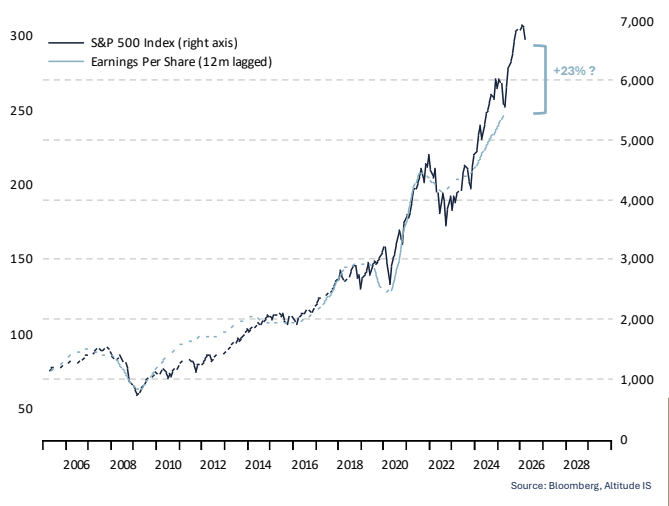


Fig. 6 – Cours & bénéfices des actions américaines



Les sociétés cotées sont chères, mais ce n'est pas nouveau, puisque les ratios divisant leur cours boursier par leurs bénéfices se situent au-dessus des moyennes historiques depuis près de 10 ans (cf. Fig. 5). **Ce qui est nouveau, c'est le caractère extrême de ces ratios.** Pour les ramener à un ratio acceptable et justifier le niveau actuel des indices, il faudrait que les bénéfices progressent de 23% au cours des 12 prochains mois (cf. Fig. 6). C'est très optimiste, voire utopiste diront certains. **Le plus dangereux, c'est surtout l'accoutumance des investisseurs à cette situation.** Les éléments qui reflètent la complaisance des investisseurs et la mauvaise prise en compte du risque inhérent sont nombreux. Citons-en deux. L'allocation en actions des ménages américains n'a jamais été aussi élevée, tout comme le levier utilisé par les investisseurs institutionnels. **Cela signifie qu'au prochain stress de marché, le déblocement d'une partie de ces positions amplifiera la correction.**

Fig. 7 – Marché des actions & rotation sectorielle

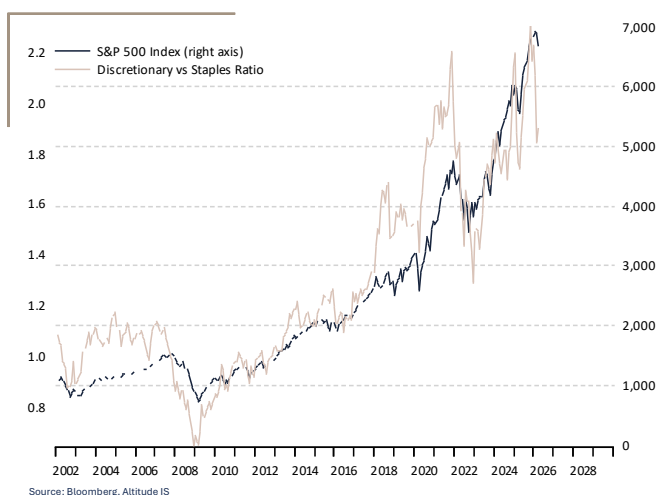


Fig. 8 – Marché des actions public vs privé





L'idée n'est pas de crier au loup et de faire peur inutilement mais de rappeler que la prudence doit demeurer au sein des portefeuilles. Ce n'est pas parce que le risque ne s'est pas matérialisé qu'il n'existe pas. **Un bear market n'aurait rien d'anormal pour corriger les excès, d'ailleurs plusieurs indicateurs avancés le laissent présager.** La récente rotation sectorielle, au profit des *consumer staples* et au détriment des *consumer discretionary*, ou des titres *value* contre *growth*, est habituellement un signal de correction boursière généralisée (cf. Fig. 7). Quant aux déboires rencontrés par les sociétés privées, ils pourraient finir par emporter l'ensemble du marché coté (cf. Fig. 8).

Fig. 9 – Comparaison bulle IA vs bulle internet

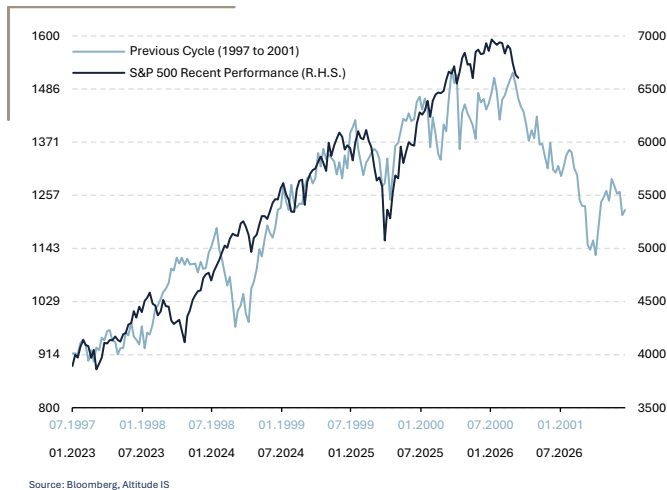
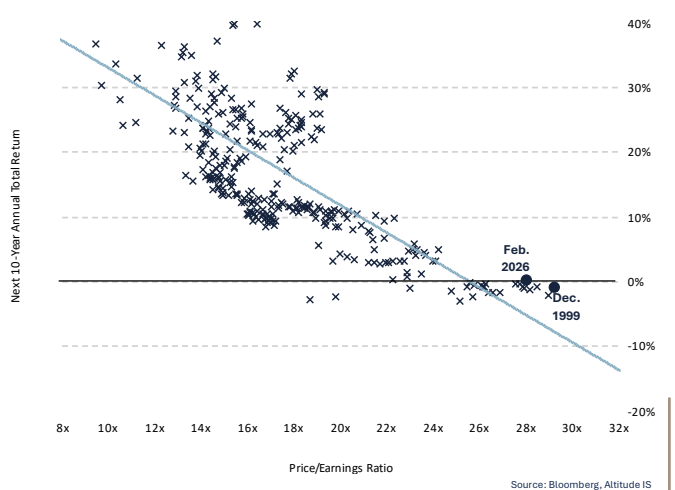
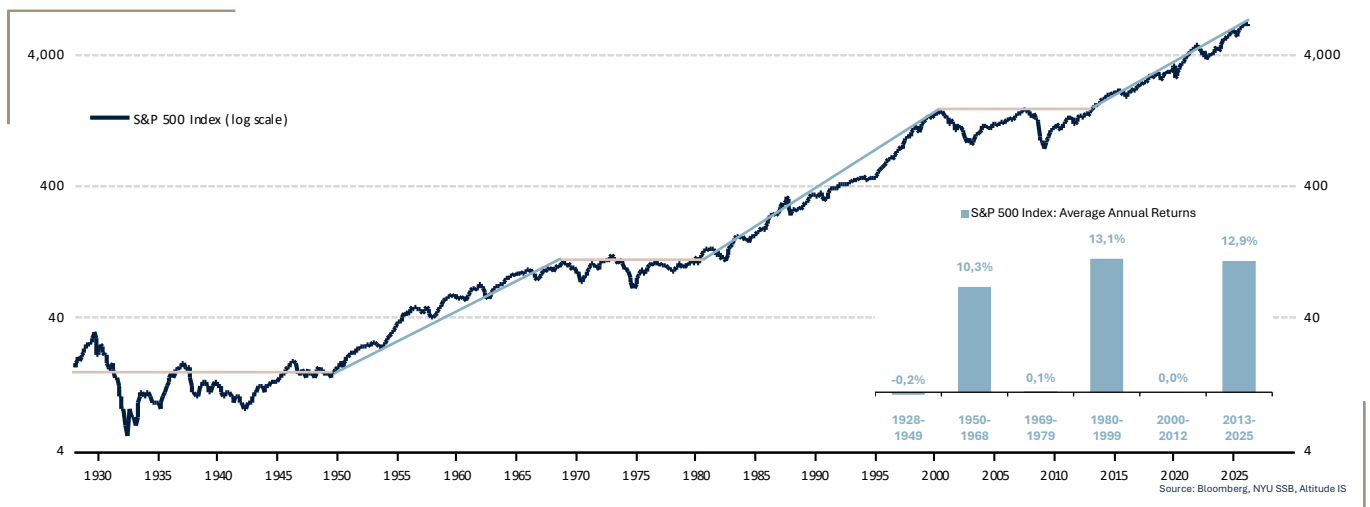


Fig. 10 – Rendement attendu selon la valorisation



La plupart des investisseurs se demandent quel événement sera le déclencheur de la prochaine crise boursière. **Pour mémoire, il n'est pas nécessaire d'avoir un déclencheur lorsque les marchés sont chers.** La correction débute dans le calme, sans faire de bruit, simplement parce qu'il n'existe plus assez d'acheteurs marginaux pour absorber les positions vendeuses, même faibles. C'est ce qui s'est produit en 2000, lors de l'essor d'internet. La bulle financière n'avait pas éclaté, mais elle s'était dégonflée (cf. Fig. 9).

Fig. 11 – Ascension des marchés par paliers





Au vu des ratios de valorisation de l'époque, **la performance boursière a été nulle durant plus d'une décennie** (cf. Fig. 10). En d'autres termes, il aura fallu 13 longues années pour dépasser les sommets atteints par les indices en 2000 (cf. Fig. 11). Cela pourrait se reproduire, raison pour laquelle il est rationnel de faire preuve de prudence. L'anticipation de la phase baissière permettra de renforcer l'allocation en actifs risqués, une fois la tempête passée. Les investisseurs n'auront alors pas à attendre une décennie avant que leurs performances positives essuient leurs pertes.

Conclusion :

Les performances 2026 des portefeuilles balancés sont proches de zéro et elles pourraient finir en territoire négatif. Heureusement, le pire n'est jamais certain et l'optimisme des investisseurs en actions pourrait perdurer. Toutefois, pour se prémunir d'un *bear market*, les investisseurs préféreront se positionner sur les secteurs défensifs plutôt que de trop alléger leur allocation en actions. En parallèle, les prochaines contributions positives de l'or et des obligations souveraines devraient leur permettre d'amortir tout éventuel choc à venir.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)
Equities							
World (MSCI)	981.3	28.15	-1.8%	-6.6%	-3.0%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	6 506	29.88	-1.9%	-5.7%	-4.7%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	45 577	25.29	-2.1%	-8.0%	-4.8%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	21 648	33.62	-2.1%	-5.3%	-6.7%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	586.1	29.88	-3.6%	-9.6%	-4.1%	25.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	9 918	32.42	-3.2%	-6.7%	0.7%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	12 321	23.13	-4.0%	-10.2%	-6.1%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	51 515	43.23	-2.0%	-7.1%	6.1%	28.7%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 463	41.35	-0.3%	-6.4%	4.5%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	176 219	39.88	-0.8%	-7.5%	9.4%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	64 135	30.64	-2.3%	-10.1%	-0.1%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	72 803	31.02	0.0%	-10.0%	-12.4%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 416	38.41	-2.2%	-2.0%	-1.2%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	155.1	33.42	-1.9%	-4.4%	-5.4%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	406.2	25.88	-2.9%	-8.9%	-11.1%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	294.8	25.45	-4.0%	-8.2%	2.1%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	340.7	77.11	3.1%	9.3%	29.8%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	209.1	31.61	-0.1%	-8.4%	-7.2%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	369.1	21.82	-2.8%	-8.7%	-6.0%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	481.8	28.63	-2.1%	-9.2%	3.4%	26.2%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	922.0	37.67	-1.3%	-4.9%	-4.5%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	396.2	25.90	-5.8%	-13.1%	0.8%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	984	25.03	-3.2%	-8.6%	-0.1%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	203.7	35.74	-4.0%	-3.5%	5.8%	24.7%	13.0%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.82%	32.16	-0.1%	-2.6%	-1.1%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	4.22%	32.43	-0.5%	-1.6%	-0.6%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	3.29%	31.02	-0.5%	-2.4%	-0.9%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.90%	31.15	-0.4%	-1.7%	-0.6%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.95%	30.13	-1.2%	-3.8%	-2.3%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.54%	37.82	0.0%	-1.1%	-0.2%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	1.99%	43.39	0.0%	-0.6%	-0.5%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	6.41%	23.32	-1.2%	-3.5%	-1.9%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	5.22%	30.99	-0.6%	-2.5%	-1.2%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.72%	27.61	-0.6%	-2.2%	-1.0%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	6.55%	17.74	-0.8%	-2.0%	-0.7%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	7.46%	29.05	-0.5%	-1.7%	-0.8%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	6.21%	28.26	-0.3%	-2.1%	-1.2%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.96%	23.96	-1.2%	-3.3%	-1.3%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	557.2	40.36	-0.1%	-3.3%	3.4%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	725.4	43.72	-0.3%	-2.5%	3.6%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	297.5	39.56	-0.6%	-2.5%	2.4%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	293.5	34.07	-2.1%	-2.0%	3.7%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	275.9	44.54	-0.1%	-4.3%	6.9%	13.8%	6.4%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 874	90.77	n.a.	1.0%	3.6%	12.3%	11.1%
Macro	1 555	84.11	n.a.	1.6%	6.0%	9.4%	7.4%
Equity Long Only	2 561	81.93	n.a.	1.6%	3.5%	11.8%	12.0%
Equity Long/Short	2 055	90.93	n.a.	1.3%	4.3%	17.6%	14.0%
Event Driven	1 980	89.77	n.a.	1.5%	3.2%	11.3%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 971	97.56	n.a.	2.3%	5.2%	13.4%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 773	71.47	n.a.	-1.2%	-2.0%	8.7%	9.8%
Credit	1 742	98.80	n.a.	0.2%	1.4%	7.7%	8.5%
Credit Long/Short	1 773	100.00	n.a.	0.2%	2.3%	6.5%	10.0%
Commodity	2 151	93.48	n.a.	1.2%	7.5%	11.8%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 549	72.47	n.a.	4.2%	9.0%	5.9%	7.9%
Volatility							
VIX	26.78	58.21	-1.5%	40.3%	79.1%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	31.77	62.94	4.7%	70.0%	115.9%	-13.5%	25.3%
Commodities							
Commodities (CRB)	555.9	n.a.	-1.1%	1.7%	3.0%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 226	n.a.	-15.6%	-19.2%	-2.2%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	62.77	n.a.	-22.3%	-28.8%	-12.4%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	98.32	n.a.	-0.4%	48.1%	71.2%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	116.24	n.a.	12.2%	60.8%	86.1%	-15.7%	-4.6%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	99.89	59.64	0.2%	2.2%	1.6%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1529	42.01	0.2%	-2.2%	-1.8%	13.4%	-6.2%
JPY	159.51	39.77	-0.3%	-3.0%	-1.8%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3290	42.30	-0.2%	-1.5%	-1.4%	7.7%	-1.7%
AUD	0.6958	43.87	-1.6%	-1.4%	4.3%	7.8%	-9.2%
CAD	1.3732	42.75	-0.3%	-0.3%	-0.1%	4.8%	-7.9%
CHF	0.7901	41.37	-0.3%	-1.9%	0.3%	14.5%	-7.3%
CNY	6.9083	48.98	-0.3%	0.0%	1.2%	4.5%	-2.7%
MXN	18.007	37.56	-1.8%	-4.1%	0.0%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 840.7	37.32	-0.2%	-1.7%	-0.6%	7.2%	-0.7%
XBT	67 864	n.a.	-4.7%	5.1%	-22.6%	-6.5%	120.5%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

