

Trump jette de l’huile sur le feu

Par *Jules Stevens & Marc Stevens*



Depuis notre dernière publication dans Le Point financier, l'équilibre macroéconomique s'est dégradé. L'économie mondiale évoluait dans une phase de croissance modérée, accompagnée d'un ralentissement de l'inflation, tout en restant exposée à des risques géopolitiques et structurels significatifs. Tant les États-Unis que l'Europe montraient des signes de normalisation économique après le choc inflationniste de 2022-2023, tandis que les banques centrales demeuraient prudentes dans leur lutte contre l'inflation.

Or, en ce début d'année 2026, cet équilibre est mis sous pression par les tensions géopolitiques et la hausse des prix de l'énergie, ravivant les risques inflationnistes et alimentant les incertitudes conjoncturelles.

Croissance économique

L'économie mondiale a poursuivi sa croissance, mais à un rythme modéré. Le consensus estime que la croissance mondiale s'est établie à 3,3 % en 2025

et qu'elle devrait atteindre environ 3,1 % en 2026. Aux États-Unis, les perspectives pour 2026 sont légèrement plus favorables, soutenues par la solidité de la consommation et une amélioration du marché du travail.

En 2025, le taux de chômage aux États-Unis a certes augmenté, passant de 4,0 % en janvier à 4,4 % en décembre, soit une hausse de 40 points de base, ce qui reste conforme à une évolution cyclique normale. À titre de comparaison, lors de la crise financière de 2008-2009, le chômage avait progressé de 5 %, et durant la pandémie de COVID-19, de près de 10 %, même si, dans ce dernier cas, l'économie s'était redressée de manière étonnamment rapide. Le principal moteur structurel de

l'accélération de la croissance du PIB dans la zone euro en 2025 a été le rebond de la consommation par rapport à 2024. En revanche, la faiblesse de l'industrie et du commerce n'a pas permis d'y contribuer, bien au contraire.

Les économies émergentes continuent d'afficher une croissance plus rapide. Cela s'explique notamment par une démographie plus jeune, une capacité à adopter des technologies à moindre coût, ainsi qu'un niveau de revenu par habitant généralement plus faible, ce qui leur permet plus facilement d'enregistrer une croissance plus rapide en pourcentage, ... Toutefois, l'écart avec l'UE et les États-Unis s'est réduit, passant de 5 % à 6 % autrefois à 2% à 3% aujourd'hui.

Tableau 1 : croissance réelle attendue du PIB (en % en glissement annuel)
Source : Bloomberg 12/3/2026

	Monde	USA	Zone euro	Chine	Economies émergentes
2024	3,3	2,8	0,9	5	4,6
2025	3,3	2,2	1,4	5	4,6
2026	3,1	2,5	1,2	4,6	4,3

Nous avons réussi à maîtriser le pic inflationniste de 2022-2023 sans basculer en récession — une situation inédite dans l'histoire économique ! Tous les précédents épisodes d'inflation marquée ont conduit, avec ou sans décalage, à des interventions drastiques des banques centrales, se traduisant par des hausses de taux d'intérêt et, souvent, par une récession.

Inflation : tendance baissière mais nouveaux risques

Avant de pouvoir envisager un retour de la croissance, il est important pour les marchés que l'inflation pénalisante soit revenue à un niveau acceptable de 2 % (voir graphique 1).

Nous avons réussi à maîtriser le pic inflationniste de 2022-2023 sans basculer en récession — une situation inédite dans l'histoire économique ! Tous les précédents épisodes d'inflation marquée ont conduit, avec ou sans décalage, à des interventions drastiques des banques centrales, se traduisant par des hausses de taux d'intérêt et, souvent, par une récession.

Dans la zone euro, l'inflation se situe désormais sous cette « limite magique » de 2 %, tandis qu'aux États-Unis, elle reste autour de 2,4 %. Ici, il s'agit de l'inflation incluant les prix de l'alimentation et de l'énergie, la récente hausse des prix du pétrole n'étant pas encore intégrée. Il faudra attendre avril pour connaître le niveau de l'inflation de mars. L'inflation prend souvent naissance au

début de la chaîne commerciale. C'est justement à ce niveau que se situent les prix du pétrole et de l'énergie. Depuis l'escalade du conflit entre l'Iran, les États-Unis et Israël fin février, un sérieux obstacle s'est installé dans le flux pétrolier. Environ 20 % du commerce mondial du pétrole transite par le détroit d'Ormuz. La figure 1 illustre la forte diminution du passage des pétroliers.

La conclusion est claire : plus le détroit restera fermé, plus les prix du pétrole resteront élevés, voire continueront d'augmenter, et plus le risque d'une reprise de l'inflation se fera sentir, avec des répercussions sur d'autres niveaux de l'économie. Cela pourrait entraîner un nouveau cycle de hausses de taux et un ralentissement de la conjoncture, voire, potentiellement, une récession. En Europe, ce scénario est d'autant plus sensible que la dépendance aux importations de pétrole brut est élevée, à hauteur d'environ 90 %. L'inflation est donc à nouveau orientée à la hausse, l'incertitude sur l'évolution économique mondiale augmente, et la volatilité sur les marchés financiers s'en ressent également.

Politique monétaire et taux d'intérêt

Jusqu'à présent, les banques centrales se trouvaient dans une phase de transition, passant de la lutte contre l'inflation à la stabilisation de l'économie. Cela impliquait un recentrage de l'attention sur l'objectif de plein emploi, au détriment du contrôle de l'inflation. Aujourd'hui, cette transition est interrompue, principalement en raison du retour des pressions inflationnistes liées aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Pour rappel, l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, combinée à la reprise post-COVID-19, avait propulsé les prix de l'énergie à des niveaux record — un scénario qui n'est pas sans rappeler la situation actuelle. Cette dynamique avait entraîné un pic inflationniste, incitant les banques centrales, à partir du milieu de l'année 2022, à relever leurs taux directeurs. Depuis, l'inflation a reculé pour atteindre aujourd'hui 2,4 % aux États-Unis et 1,9 % en Europe. Aux États-Unis, un léger rebond a été observé à la mi-2025, notamment en raison de perturbations liées aux droits d'importation.

Graphique 1 : Inflation aux États-Unis et dans la zone euro (%)

Source : Bloomberg 13/3/2026

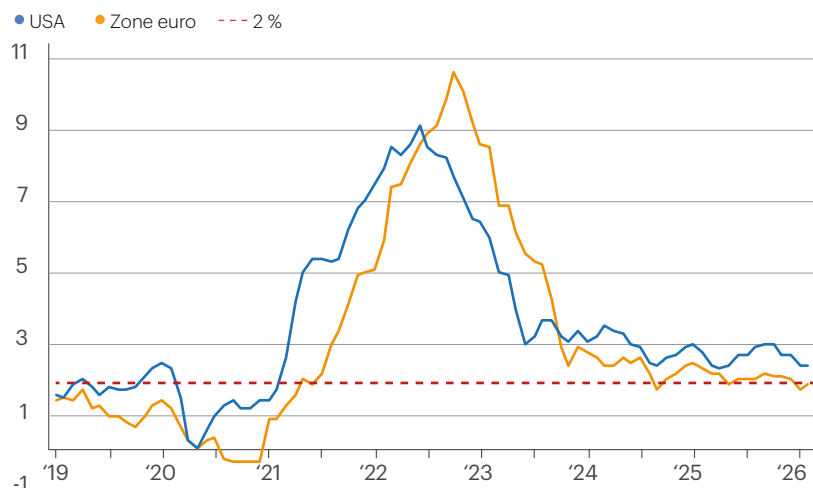
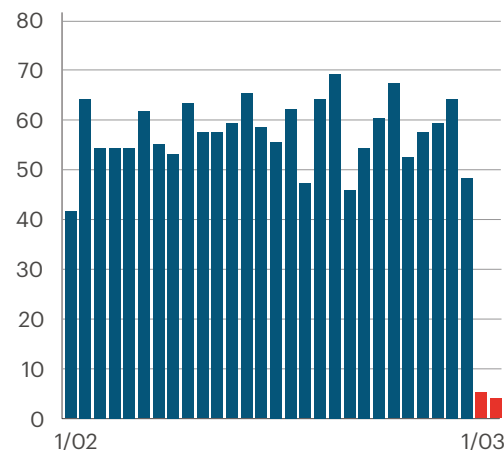


Figure 1 : Transit de pétroliers dans le détroit d'Ormuz – pétrole et gaz

Source : The Economist - mars 2026



Chômage

Freiner l'inflation ou ralentir l'économie par le biais d'une hausse des taux directeurs s'accompagne généralement d'une augmentation du chômage et, parfois, d'une récession. Entre 2022 et aujourd'hui, une telle récession ne s'est pas produite. L'inflation a reculé et les banques centrales ont pu abaisser leurs taux directeurs; aux États-Unis, une nouvelle baisse est encore envisagée. Comme le montrent les graphiques 2, depuis la hausse des taux directeurs en mars 2022 aux États-Unis, le taux de chômage est passé de 4 % à 4,4 % aujourd'hui, un niveau stable depuis environ six mois. En Europe, depuis la première hausse des taux en juillet 2022, le chômage a diminué de 6,7 % à 6,2 %. Cette évolution s'explique notamment par le vieillissement de la population active, qui réduit la taille de la main-d'œuvre et contribue à la baisse du taux de chômage. Compte tenu du parcours solide déjà accompli et de la vigueur actuelle de l'économie, il est donc logique que les banques centrales adoptent une approche plus prudente et n'assouplissent pas trop rapidement leur politique de taux.

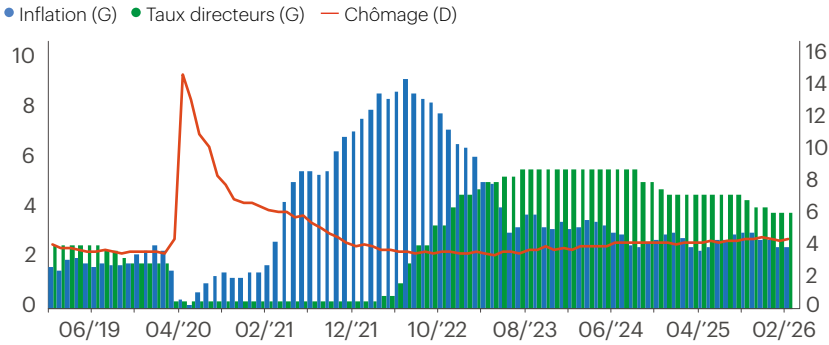
Marchés financiers

On ne peut pas parler uniquement de la macroéconomie sans analyser l'impact sur les marchés financiers, ce serait comme servir des pâtes sans sauce : sec. Depuis le début de l'année 2026, la volatilité sur les marchés financiers américains a fortement augmenté. L'année avait pourtant bien commencé, soutenue par des résultats trimestriels solides. Le tableau 2 présente les principaux indicateurs de quelques marchés mondiaux, avec, tout à droite, le rendement total depuis le début de l'année 2026 en monnaie locale (% YTD) et converti en euros (% YTD en EUR). On constate que, depuis le début de l'année 2026, les marchés affichent principalement des performances négatives aux États-Unis et en Europe, avec quelques exceptions pour les économies émergentes et la Suède. En Asie, les marchés chinois restent stables, tandis que le Japon surpasse nettement les autres.

Graphiques 2: Inflation – Taux directeur – Chômage (%)

Source : Bloomberg 13/3/2026

Graphique 2.1 : Etats-Unis



Graphique 2.2: Europe

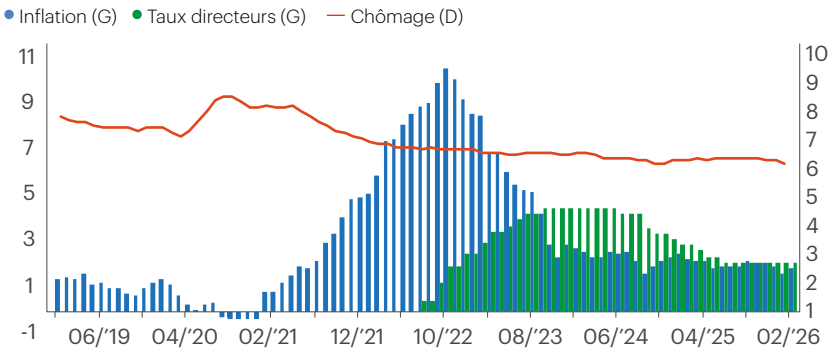


Tableau 2 : Indices boursiers mondiaux

Source : Bloomberg 17/3/2026

Index	Value	P/E	Est P/E	% YTD	%YTD EUR
Americas					
DOW JONES	46946,41	20,97	20,87	-2,32%	-0,36%
S&P 500	6699,38	24,12	21,15	-2,13%	-0,17%
NASDAQ	22374,18	34,90	25,52	-3,73%	-1,80%
S&P/TSX Comp	32876,65	19,90	16,88	+3,67%	+5,98%
S&P/BMV IPC	65648,91	15,26	12,79	+2,08%	+6,12%
IBOVESPA	179875,44	12,46	9,94	+11,64%	+19,64%
EMEA					
Euro Stoxx 50	7544,35	17,21	15,73	-0,81%	-0,81%
FTSE 100	10357,81	14,97	13,78	+4,29%	+5,27%
CAC 40	7979,58	17,03	15,16	-2,09%	-2,09%
DAX	23625,03	17,35	15,44	-3,53%	-3,53%
IBEX 35	17185,10	14,56	13,59	-0,71%	-0,71%
FTSE MIB	44496,23	13,82	12,48	-1,00%	-1,00%
OMX STKH30	3029,51	16,31	19,13	+5,08%	+6,04%
SWISS MKT	12936,62	18,64	17,99	-2,49%	+0,21%
Asia					
NIKKEI	53700,39	22,28	21,53	+6,68%	+7,14%
HANG SENG	25868,54	12,18	12,34	+0,93%	+2,24%
CSI 300	4637,44	17,54	16,79	0,16%	+3,68%
S&P/ASX 200	8614,28	20,44	17,00	-1,15%	+7,05%
Global					
BBG World L/M	2342,30	21,05	18,32	-0,58%	+1,42%

Figure 2 : Rendements des marchés mondiaux par style et par région

Source : Morningstar 17/3/2026

Figure 2.1 : Trois derniers mois

+3,34	-0,90	-7,85	Large
+4,09	+1,50	-0,19	Mid
+1,26	-1,98	-0,18	Small
Value	Core	Growth	

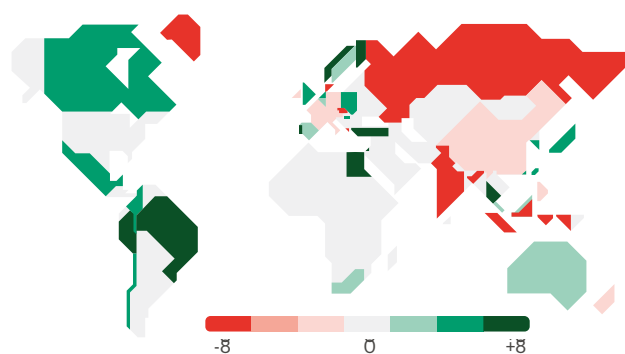


Figure 2.2 : Dix dernières années

+11,57	+13,96	+14,77	Large
+10,74	+10,75	+12,76	Mid
+9,24	+9,62	+10,56	Small
Value	Core	Growth	

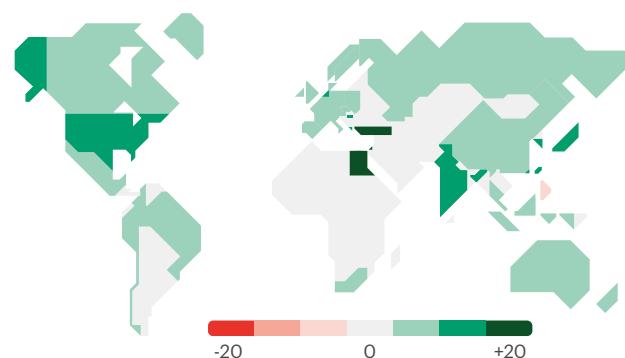


Tableau 3 : Évolution des taux de change par rapport à l'euro en 2025 et 2026 YTD (%)

Source : Bloomberg 17/3/2026

Devises	Variation du taux de change par rapport à l'euro (%)	
	2025	2026 YTD
USD	+13,1	-2,0
CNY	+8,5	-2,1
HKD	+13,4	-1,8
JPY	+12,9	-0,6

L'investissement de 150 milliards de dollars dans les centres de données d'IA par Amazon, Microsoft, Meta et Alphabet en 2026, avec une période d'amortissement de 10 ans, leur rapportera-t-il 15 milliards de dollars de bénéfice net par an, chacun ? Et ce, avant même que les actionnaires ne réalisent le moindre gain.

Le tableau 3 illustre comment le phénomène observé en 2025, lorsque l'euro s'était globalement renforcé par rapport au dollar américain (USD), au yuan chinois (CNY), au dollar de Hong Kong (HKD) et au yen japonais (JPY), n'a pas pu se poursuivre en 2026 et a même quelque peu inversé sa tendance. Cette évolution a été favorable pour les investisseurs européens exposés aux marchés mondiaux, qui avaient dû céder une partie importante de leurs rendements en 2025 à cause de pertes de change, certes non réalisées.

Là où l'élan des marchés des changes de 2025 n'a pas pu se prolonger en 2026, le thème que nous avons identifié a, lui,

pu continuer. Comme en 2025, ce sont principalement les stratégies axées sur les actions de valeur (value) qui affichent les meilleures performances en 2026, comme on peut le voir dans la figure 2.

Plus remarquable encore est le rendement négatif des trois derniers mois pour les grandes entreprises de croissance. Depuis 2025, les marchés boursiers se comportent différemment de ce qui avait été observé au cours des dix dernières années. Après des années de surperformance des mêmes valeurs, les investisseurs diversifient désormais leurs positions : sur le plan géographique, en s'éloignant des États-Unis pour se tourner vers les pays en croissance

et l'Europe, et, au niveau sectoriel, en privilégiant des valorisations plus faibles. Pour autant, les résultats trimestriels des grandes entreprises, principalement aux États-Unis, montrent toujours une croissance et des bilans solides. L'inquiétude se situe surtout au niveau de la croissance des bénéfices attendue : un phénomène en réalité sain et normal. L'investissement de 150 milliards de dollars dans les centres de données d'IA par Amazon, Microsoft, Meta et Alphabet en 2026, avec une période d'amortissement de 10 ans, leur rapportera-t-il 15 milliards de dollars de bénéfice net par an, chacun ? Et ce, avant même que les actionnaires ne réalisent le moindre gain.

Le graphique 3 montre que cette tendance en faveur des actions de valeur (value) s'est également poursuivie en Europe depuis 2025, bien que ce phénomène ait auparavant été observé sous l'angle « capital intensif » versus « capital léger ». À l'époque, il s'agissait d'un déplacement des préférences des investisseurs vers des entreprises capitalistiques, typiquement dans les secteurs de l'énergie, des services publics et de l'industrie. Cette interprétation est correcte, mais il ne s'agit en aucun cas d'un phénomène nouveau : le graphique 3 montre que la distinction « capital intensif vs capital léger » correspond en grande partie à celle « value vs growth ».

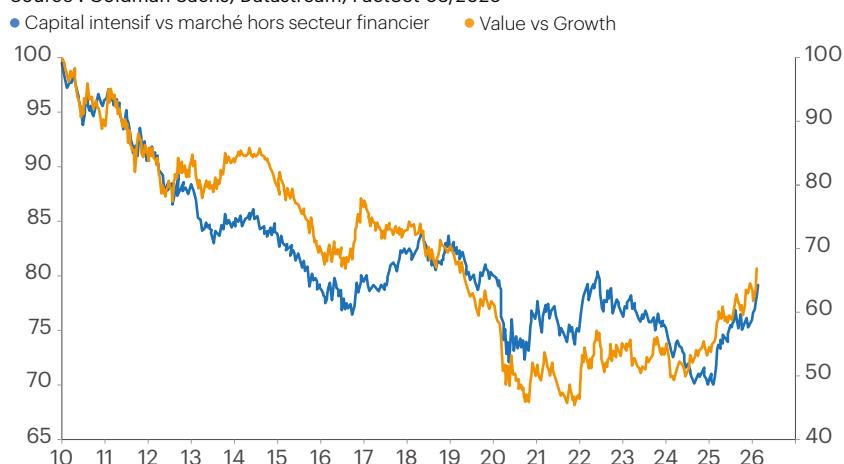
Au cours de l'année écoulée, on peut identifier deux tendances majeures sur les marchés boursiers : (1) les investisseurs se sont tournés vers des placements en dehors des États-Unis et (2) ils ont privilégié les actions de valeur (value). Dans une moindre mesure, la capitalisation boursière peut également être prise en compte, ce qui est lié à la baisse des taux d'intérêt : les petites entreprises ont davantage besoin de financements bon marché que les grandes.

Le graphique 4 analyse le rendement total en 2025 selon différentes régions. Trois facteurs de rendement sont distingués : dividendes, variation de valorisation et croissance des bénéfices. Fondamentalement, le plus sain est qu'une action prenne de la valeur parce que le bénéfice par action progresse : une action générant 10 % de bénéfices supplémentaires vaut ainsi 10 % de plus. Les dividendes proviennent également de bénéfices réalisés et peuvent être considérés de la même manière, bien qu'ils soient souvent fiscalement moins avantageux pour l'investisseur final.

La variation de valorisation est plus subjective et reflète les anticipations du marché : une action générant peu de bénéfices aujourd'hui, mais dont une

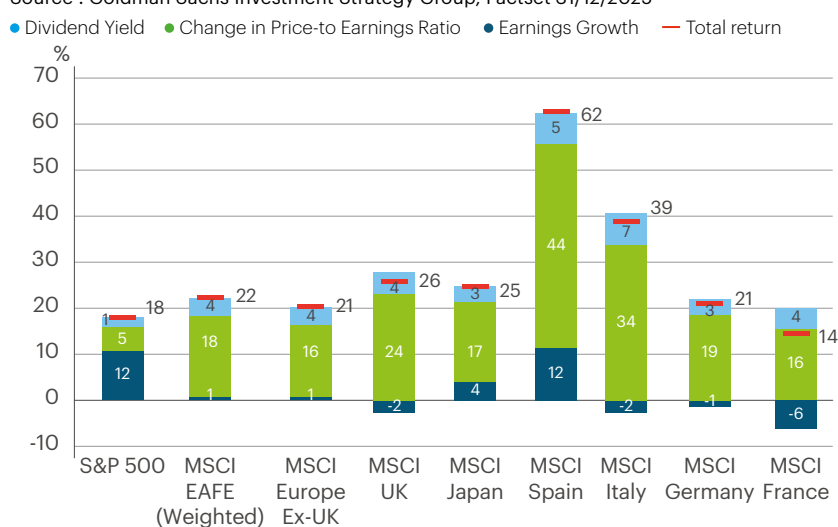
Graphique 3 : Europe capital intensif vs marché hors secteur financier & Value vs Growth

Source : Goldman Sachs, Datastream, FactSet 03/2026



Graphique 4 : Facteurs du rendement total en 2025

Source : Goldman Sachs Investment Strategy Group, Factset 31/12/2025



forte croissance future est attendue, sera valorisée à un niveau élevé par rapport à ses bénéfices actuels, la croissance future étant déjà intégrée dans son cours.

Il ressort clairement que, principalement aux États-Unis (S&P 500), le rendement total a été porté par la croissance des bénéfices, 12 % sur un total de 18 %. Dans toutes les autres régions, le rendement provenait surtout de l'augmentation des valorisations, reflétant un changement des anticipations pour ces marchés. Cela s'aligne parfaitement avec ce que nous avons conclu jusqu'à présent dans cet article : la demande pour les actions en dehors des États-Unis a augmenté, peut-être parce que ces marchés ont été trop négligés ces dernières années, ou en raison d'un désintérêt pour les

États-Unis pour des motifs géopolitiques : guerre commerciale avec la Chine, droits de douane pour les pays qui ne respectent pas les règles, conflit en Iran.

L'indice MSCI EAFE, qui suit les marchés développés hors États-Unis et Canada (Europe, Australasie et Extrême-Orient), a enregistré un rendement total de 22 %, dont environ 18 % proviennent de l'expansion des valorisations. L'indice est donc 18 % plus élevé qu'il y a un an. Nous concluons que, même si aux États-Unis le rendement total a été réalisé de manière la plus « saine », grâce à la proportion la plus élevée de croissance des bénéfices, les investisseurs choisissent néanmoins des alternatives présentant une croissance des bénéfices beaucoup plus faible, car ils estiment que les autres

marchés ont un potentiel de rattrapage par rapport aux États-Unis.

L'IA a également joué un rôle important dans le déplacement des capitaux hors des États-Unis, même si, selon nous, il n'y a pas de bulle sur le marché. Comparé à la bulle Internet de 2000, le marché américain en 2025 aurait dû encore doubler avec les mêmes chiffres de bénéfices pour atteindre les mêmes valorisations qu'alors. Il est toutefois exact que, depuis 2005, la valorisation moyenne aux États-Unis, mesurée par le ratio cours/bénéfice anticipé (forward P/E), a augmenté, comme on peut le déduire de l'axe des ordonnées du graphique 5. Le chiffre du ratio cours/bénéfice anticipé n'a de sens que dans son contexte : historiquement, les niveaux de valorisation ont rarement été de bons indicateurs de timing. Une augmentation séculaire du forward P/E semble justifiée par :

- Une baisse du taux sans risque
- Une accélération de la croissance des bénéfices

Cette évolution est frappante et mérite toute notre attention. Les observations sont regroupées par blocs de quatre ans et par couleur pour mieux visualiser l'évolution dans le temps. Lors des périodes de crise, on observe quelques valeurs extrêmes, notamment autour de la crise financière de 2008 et de la crise du COVID-19 en 2020. Cela n'a rien d'illogique, car le graphique se base sur le forward P/E, et en période d'incertitude accrue, la rentabilité future est estimée beaucoup plus faible.

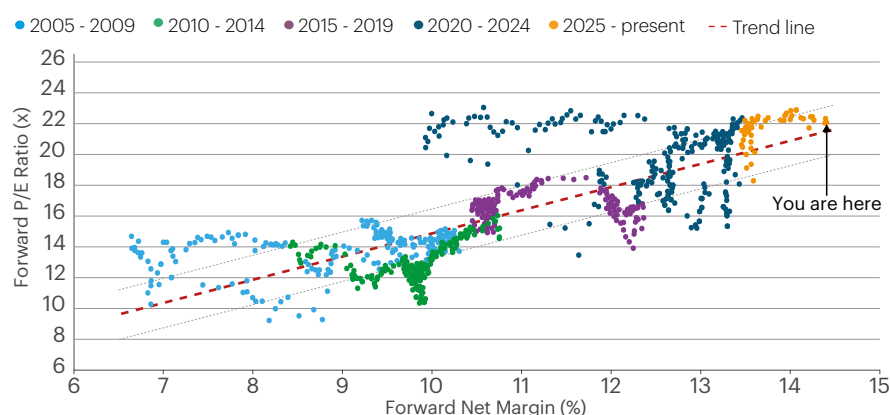
L'intérêt principal de ce graphique réside dans la corrélation positive entre la valorisation attendue (axe des ordonnées) et les marges bénéficiaires (axe des abscisses). On en déduit que, sur cette période de vingt ans, non seulement le ratio cours/bénéfice anticipé a augmenté, mais aussi les marges bénéficiaires des entreprises. On observe une tendance similaire, dans une moindre mesure,

pour l'Europe, mais les marges y sont nettement plus faibles et la valorisation a également moins augmenté. Cela illustre que toute méthode de valorisation isolée, sans contexte, est peu significative. Si l'on se limite à comparer le forward P/E des États-Unis avec celui de l'Europe, il est vrai que le chiffre américain est plus élevé. Cela ne signifie pas pour autant que la Bourse américaine est chère,

car le contexte diffère : les États-Unis génèrent des marges bénéficiaires et une croissance du chiffre d'affaires plus élevées qu'en Europe. De plus, la part des entreprises technologiques — qui présentent généralement un P/E plus élevé — a fortement augmenté dans le S&P 500 au cours des vingt dernières années, passant d'environ 15 % en 2005 à plus de 40 % aujourd'hui.

Graphique 5 : S&P 500 – Valorisation vs Rentabilité (janvier 2005 – février 2026)

Source : Sandbox Financial Partners, Feb 2026



Conclusion

Dans l'ensemble, la situation était favorable jusqu'à fin février : c'est pourquoi de nouveaux sommets historiques ont pu être enregistrés sur les marchés boursiers mondiaux. Mais tout dépend de la durée pendant laquelle le détroit d'Ormuz restera fermé. Les marchés financiers continuent de tabler sur une issue positive, et les bourses n'ont, dans l'ensemble, pas beaucoup reculé. La crainte d'inflation a augmenté, mais la situation diffère légèrement entre les États-Unis et l'Europe. Dans les deux régions, la politique monétaire actuelle est fondamentalement remise en question : elle est passée d'une orientation baissière ou neutre à une posture anti-inflationniste plus restrictive. Depuis début 2025, les préférences des investisseurs ont également évolué : (1) déplacement hors des États-Unis vers les marchés émergents et l'Europe et (2) intérêt accru pour les actions de valeur (value)

sur le plan sectoriel. Le retrait des investisseurs européens l'an dernier, lié à l'effet négatif des taux de change, semble temporaire. Les devises fortes fluctuent naturellement, parfois favorablement, parfois défavorablement, mais sur le long terme, cela ne constitue pas un facteur fondamental. Si la valorisation élevée est invoquée comme raison de se détourner des États-Unis, cela peut se comprendre dans une certaine mesure. Les marges bénéficiaires importantes et la forte présence des entreprises technologiques aux États-Unis constituent également des explications logiques. Dans l'ensemble, les marchés boursiers ne paraissent pas excessivement chers et l'économie n'est pas dans un état chaotique, même si l'incertitude subsiste, pour une raison ou une autre. Cela se reflète dans les niveaux actuels des marchés, mais une question demeure : « Quid du détroit d'Ormuz ? » •

LUXEMBOURG

120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIQUE

142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Anvers
Tél (+32) 3 220 00 60

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER

Copyright © 2026 Securities De Munter.
Tous droits réservés.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand-Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Securities De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Securities De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Securities De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.