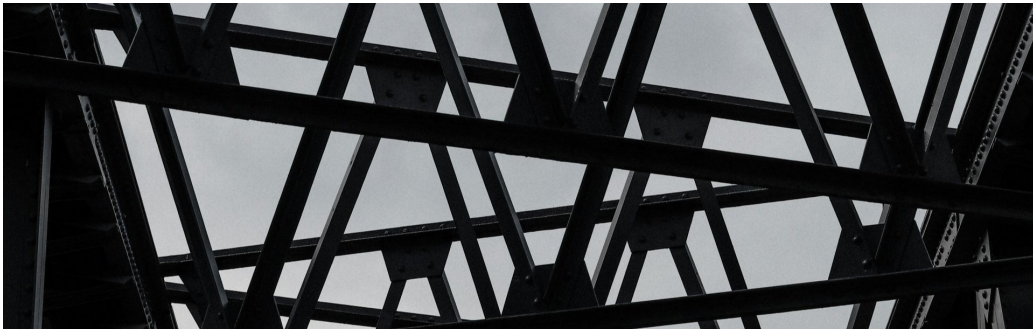


March 10, 2026

BILBoard Mars 2026 – Le retour au physique



Alors que les actions des éditeurs de logiciels ont perdu environ 1 000 milliards de dollars de valeur boursière en février, l'attention des investisseurs s'est tournée vers les entreprises à forte intensité capitalistique disposant d'actifs physiques durables, résumées par l'acronyme HALO : « heavy assets, low obsolescence » (actifs lourds, faible obsolescence). Ces entreprises sont considérées comme moins vulnérables aux perturbations liées à l'IA et, dans certains cas, l'IA peut même améliorer leur taille et leur rentabilité. Les services publics, les producteurs d'énergie, les entreprises de matériaux, les fabricants de puces, les sociétés minières et les grands industriels ont tous bénéficié de cette rotation, les secteurs ancrés dans les actifs tangibles ayant regagné la faveur des investisseurs après des années de retard par rapport aux entreprises technologiques à faible intensité capitalistique. Leur attrait réside dans la difficulté de reproduire de telles opérations : la construction de mines, de raffineries, d'usines et d'installations de fabrication nécessite des capitaux importants, des délais de mise en œuvre longs et une expertise spécialisée.

Les entreprises du secteur de la défense et de l'énergie suscitent également un regain d'intérêt, non seulement en raison de leur profil à forte intensité capitalistique, mais aussi en raison de l'escalade des tensions géopolitiques et des troubles persistants au Moyen-Orient, qui continuent de perturber les flux de pétrole et de gaz. Le Brent a grimpé d'environ 40 % depuis le début du conflit, tandis que les prix du gaz naturel européen ont également explosé. Ces fluctuations reflètent les craintes d'une interruption prolongée de l'approvisionnement, en particulier des livraisons via le détroit d'Ormuz, artère vitale pour le commerce mondial de l'énergie, ainsi que des pertes de production ailleurs dans la région.

Le principal risque est que le conflit entraîne des perturbations prolongées sur les marchés mondiaux de l'énergie et de nouvelles pressions inflationnistes, qui pourraient à leur tour retarder, faire dérailler, voire inverser l'assouplissement monétaire prévu par les grandes banques centrales. Les principaux importateurs de pétrole brut, principalement concentrés en Europe et en Asie, restent particulièrement exposés aux chocs de prix, une vulnérabilité qui se reflète dans les fortes baisses observées sur les indices boursiers nationaux. En revanche, les États-Unis, désormais exportateurs nets de pétrole, ont jusqu'à présent connu des pertes boursières plus limitées.

Les marchés obligataires affichent des divergences similaires. Alors que les obligations ont subi des pressions, les anticipations d'inflation aux États-Unis sont restées relativement stables, tandis que celles en Europe ont fortement augmenté, poussant les rendements à long terme à la hausse, les craintes inflationnistes éclipsant les flux vers les valeurs refuges. Pour l'instant, les marchés se concentrent uniquement sur l'inflation plutôt que sur le frein potentiel que pourraient constituer les chocs de croissance liés à l'énergie, ce qui se reflète dans la stabilité des spreads de crédit. Si les inquiétudes se tournent vers la croissance, les spreads pourraient s'élargir et les courbes de rendement s'aplatir.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

La croissance mondiale devrait osciller autour de **3 % cette année**, ce qui correspond globalement à la moyenne historique à long terme. Les économies développées devraient entrer dans une phase de croissance faible mais positive, tandis que la Chine reste un contributeur clé à l'expansion mondiale, même si elle connaît un ralentissement structurel.

Les répercussions du conflit au Moyen-Orient devraient **toucher davantage les économies européennes et asiatiques que celle des États-Unis**, qui reste partiellement protégée grâce à l'importance de son secteur énergétique national. En effet, les États-Unis sont exportateurs nets de gaz naturel depuis 2017 et de pétrole depuis 2020, ce qui signifie que leur industrie énergétique bénéficie de la hausse des prix, même si les ménages à revenus moyens et modestes, déjà sous pression, seront touchés par l'augmentation du coût de l'essence. Le président Trump a averti que le conflit pourrait durer plusieurs semaines, estimant que le prix du baril à 100 dollars était « un prix très modique à payer » pour « la sécurité et la paix ».

Avant le conflit, **l'économie américaine avait déjà commencé à ralentir : au quatrième trimestre, le PIB n'a progressé que de 1,4 %**, contre 4,4 % auparavant, soit un taux inférieur aux prévisions consensuelles de 3 %. Ce ralentissement semble toutefois moins grave si l'on tient compte de la fermeture prolongée des administrations publiques, qui aurait réduit la croissance de près d'un point de pourcentage. **La consommation** semble de plus en plus fragile, soutenue par un **taux d'épargne en baisse** (actuellement de seulement 3,6 %), tandis que **les investissements fixes**

restent résilients, en particulier dans les produits et équipements liés à la propriété intellectuelle.

Les risques d'inflation persistent. Si l'inflation globale a reculé à **2,4 % en janvier**, ce ralentissement reflète en grande partie des effets de base. **Les prix à la production ont augmenté de 3,6 % en glissement annuel**, en partie sous l'effet des droits de douane sur les matériaux importés, qui ont incité les entreprises à augmenter leurs prix pour protéger leurs marges. Ces pressions devraient se répercuter sur l'inflation des prix à la consommation dans les mois à venir, renforçant ainsi le retour de la Fed vers une priorité accordée à la stabilité des prix. Les marchés anticipent actuellement **deux nouvelles baisses de taux** cette année, mais une hausse soutenue des prix du pétrole et du gaz pourrait retarder ou réduire l'ampleur de l'assouplissement.

Cette situation est encore plus préoccupante pour **l'Europe**, où la dépendance énergétique rend l'inflation plus sensible aux chocs d'offre. Les marchés des swaps de taux d'intérêt impliquent désormais **une probabilité de près de 50 % d'une hausse des taux de la BCE**, ce qui témoigne d'une nouvelle inquiétude face à la hausse des coûts énergétiques. Les décideurs politiques sont confrontés à un choix difficile : une inflation plus élevée plaide en faveur d'une politique plus restrictive, tandis qu'une croissance plus faible incite à la prudence. Le PIB devrait croître **de 1,2 % en 2026**, contre 1,4 % en 2025.

Les derniers chiffres de l'indice PMI montrent une légère amélioration, l'indice **composite PMI ayant atteint 51,9** grâce à la reprise de l'activité manufacturière. Mais la dynamique reste fragile, freinée par la faiblesse de la demande extérieure, les problèmes de productivité persistants et la pression concurrentielle exercée à la fois par un euro plus fort et des importations chinoises moins chères.

La Chine, qui importe environ **les trois quarts** de son pétrole brut, dont une grande partie transite par Ormuz, dispose toutefois de garde-fous : des stocks stratégiques plus importants, la capacité de freiner les exportations des raffineries et la possibilité de s'appuyer davantage sur l'approvisionnement russe. Lors des **deux sessions** annuelles, Pékin a annoncé un objectif de PIB plus faible, compris entre **4,5 % et 5 %**, le plus bas depuis 1991, alors qu'il s'oriente vers une croissance « axée sur la qualité » dans un contexte de pressions déflationnistes et de tensions commerciales non résolues avec les États-Unis. Le gouvernement a réaffirmé sa volonté d'atteindre l'autonomie technologique, en donnant la priorité à l'IA, à l'informatique quantique, à la 6G, à la robotique humanoïde et à la fusion nucléaire, soulignant ainsi que la concurrence technologique entre les États-Unis et la Chine reste une force **structurelle** qui façonne les marchés mondiaux.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

Peu de classes d'actifs ont été épargnées par la volatilité liée au conflit. Même l'or, qui est généralement considéré comme une valeur refuge, a connu un recul, soulignant la nature généralisée de la récente réduction des risques. Dans ce contexte, nous avons ajusté notre positionnement d'investissement afin de gérer les risques et de saisir les opportunités émergentes.

1. Ajustements de l'allocation en devises et en actions

Au début du conflit, le dollar américain s'est raffermi, les investisseurs se réfugiant vers des valeurs sûres et liquidant leurs positions courtes sur le dollar. Nous avons profité de ce mouvement pour réduire encore notre exposition au dollar américain, en réallouant une partie de notre position principale en actions américaines vers **des actions américaines à pondération égale couvertes en euros**. Nous considérons que le dollar est de plus en plus vulnérable aux changements politiques soudains de la Maison Blanche et à une tendance mondiale plus large à la diversification hors des actifs américains. Cet ajustement réduit également la concentration dans les valeurs technologiques à très forte capitalisation qui font l'objet d'une surveillance accrue en raison des bouleversements liés à l'intelligence artificielle.

2. Allocation régionale

Nous avons transféré notre **exposition à la zone euro vers l'Europe au sens large** afin d'améliorer la diversification et d'accroître notre exposition aux principaux marchés non-euro, en mettant particulièrement l'accent sur le renforcement de nos positions dans les grandes valeurs énergétiques britanniques, qui devraient bénéficier de manière disproportionnée de la hausse des prix du pétrole et du gaz.

3. Positionnement sur le crédit

Nous **avons liquidé notre position dans les obligations américaines à haut rendement** et avons converti le produit de cette vente en liquidités. Au-delà des performances globales, la dispersion des rendements à haut rendement s'est accrue, avec des tensions visibles dans les prêts, le crédit privé et les segments moins bien notés (CCC/B). Bien que le contexte macroéconomique reste globalement favorable, nous préférons réduire le risque à l'heure actuelle.

4. Nouvelle réduction de la duration

Nous **avons une nouvelle fois réduit nos positions en obligations souveraines européennes**, constatant que le risque d'inflation éclipse clairement le discours sur la zone euro comme valeur refuge, comme cela avait été le cas après le début de la guerre en Ukraine. Les taux avaient tendance à baisser avant l'attaque contre l'Iran, en raison des inquiétudes liées à l'IA et au crédit privé, et nous considérons les obligations souveraines européennes comme

surévaluées compte tenu de l'amélioration de l'économie européenne. Ainsi, même en excluant l'impact de l'Iran sur les prix des obligations, nous estimons qu'un rendement du Bund à 10 ans d'environ 2,85 % est plus proche de la juste valeur.

5. Ajustements sectoriels des actions

Logiciels informatiques — rétrogradés à Neutre | Matériel informatique et semi-conducteurs — Positifs

Les valeurs logicielles se sont stabilisées depuis la chute de février, mais restent volatiles en raison des inquiétudes persistantes liées aux perturbations causées par l'IA et aux réévaluations. En revanche, les valeurs matérielles et semi-conducteurs continuent de bénéficier de la pénurie aiguë de puces mémoire et de la forte demande liée à l'IA, renforçant ainsi le thème « Getting Physical » alors que les technologies à forte intensité capitalistique reprennent le dessus.

Consommation discrétionnaire en euros — Négatif

Le secteur du luxe reste faible en raison de la faiblesse de la demande chinoise, tandis que le secteur automobile européen continue de connaître des difficultés.

Énergie — révisé à Neutre

Le risque géopolitique élevé soutient les producteurs d'énergie, mais la durabilité dépend de la durée et de l'intensité du conflit.

Préférences Sectorielles

NEGATIVE	NEUTRAL	POSITIVE
Real Estate	Healthcare	IT hardware
Consumer Discretionary	Materials	Utilities
Consumer Staples	EUR Communication Services	Industrials
	IT software	EUR Financials
	Energy	US Communication Services
	US Financials	

Dans un monde caractérisé par la fragilité des chaînes d'approvisionnement, l'insécurité énergétique et l'accélération des bouleversements liés à l'intelligence artificielle, le leadership du marché semble de plus en plus revenir aux actifs physiques, aux infrastructures réelles et aux entreprises qui les construisent et les alimentent. Comme l'avenir des logiciels et des autres secteurs à faible intensité capitalistique reste incertain, nous observons un glissement général vers les producteurs d'énergie, les industriels, les fabricants de matériel informatique et les autres entreprises alignées sur le modèle HALO, dont la valeur repose sur des actifs tangibles plutôt que sur le seul code.



Lionel De Broux
Group Chief Investment Officer



Jade Bajai
Senior Investment Strategist

Disclaimer

All financial data and/or economic information released by this Publication (the "Publication"); (the "Data" or the "Financial data and/or economic information"), are provided for information purposes only, without warranty of any kind, including without limitation the warranties of merchantability, fitness for a particular purpose or warranties and non-infringement of any patent, intellectual property or proprietary rights of any party, and are not intended for trading purposes. Banque Internationale à Luxembourg SA (the "Bank") does not guarantee expressly or impliedly, the sequence, accuracy, adequacy, legality, completeness, reliability, usefulness or timelessness of any Data. All Financial data and/or economic information provided may be delayed or may contain errors or be incomplete. This disclaimer applies to both isolated and aggregate uses of the Data. All Data is provided on an "as is" basis. None of the Financial data and/or economic information contained on this Publication constitutes a solicitation, offer, opinion, or recommendation, a guarantee of results, nor a solicitation by the Bank of an offer to buy or sell any security, products and services mentioned into it or to make investments. Moreover, none of the Financial data and/or economic information contained on this Publication provides legal, tax accounting, financial or investment advice or services regarding the profitability or suitability of any security or investment. This Publication has not been prepared with the aim to take an investor's particular investment objectives, financial position or needs into account. It is up to the investor himself to consider whether the Data contained herein this Publication is appropriate to his needs, financial position and objectives or to seek professional independent advice before making an investment decision based upon the Data. No investment decision whatsoever may result from solely reading this document. In order to read and understand the Financial data and/or economic information included in this document, you will need to have knowledge and experience of financial markets. If this is not the case, please contact your relationship manager. This Publication is prepared by the Bank and is based on data available to the public and upon information from sources believed to be reliable and accurate, taken from stock exchanges and third parties. The Bank, including its parent,- subsidiary or affiliate entities, agents, directors, officers, employees, representatives or suppliers, shall not, directly or indirectly, be liable, in any way, for any: inaccuracies or errors in or omissions from the Financial data and/or economic information, including but not limited to financial data regardless of the cause of such or for any investment decision made, action taken, or action not taken of whatever nature in reliance upon any Data provided herein, nor for any loss or damage, direct or indirect, special or consequential, arising from any use of this Publication or of its content. This Publication is only valid at the moment of its editing, unless otherwise specified. All Financial data and/or economic information contained herein can also quickly become out-of- date. All Data is subject to change without notice and may not be incorporated in any new version of this Publication. The Bank has no obligation to update this Publication upon the availability of new data, the occurrence of new events and/or other evolutions. Before making an investment decision, the investor must read carefully the terms and conditions of the documentation relating to the specific products or services. Past performance is no guarantee of future performance. Products or services described in this Publication may not be available in all countries and may be subject to restrictions in some persons or in some countries. No part of this Publication may be reproduced, distributed, modified, linked to or used for any public or commercial purpose without the prior written consent of the Bank. In any case, all Financial data and/or economic information provided on this Publication are not intended for use by, or distribution to, any person or entity in any jurisdiction or country where such use or distribution would be contrary to law and/or regulation. If you have obtained this Publication from a source other than the Bank website, be aware that electronic documentation can be altered subsequent to original distribution.

As economic conditions are subject to change, the information and opinions presented in this outlook are current only as of the date indicated in the matrix or the publication date. This publication is based on data available to the public and upon information that is considered as reliable. Even if particular attention has been paid to its content, no guarantee, warranty or representation is given to the accuracy or completeness thereof. Banque Internationale à Luxembourg cannot be held liable or responsible with respect to the information expressed herein. This document has been prepared only for information purposes and does not constitute an offer or invitation to make investments. It is up to investors themselves to consider whether the information contained herein is appropriate to their needs and objectives or to seek advice before making an investment decision based upon this information. Banque Internationale à Luxembourg accepts no liability whatsoever for any investment decisions of whatever nature by the user of this publication, which are in any way based on this publication, nor for any loss or damage arising from any use of this publication or its content. This publication, prepared by Banque Internationale à Luxembourg (BIL), may not be copied or duplicated in any form whatsoever or redistributed without the prior written consent of BIL 69, route d'Esch | L-2953 Luxembourg | RCS Luxembourg B-6307 | Tel. +352 4590 6699 | www.bil.com.