

Marchés US depuis le sommet de la tour Eiffel : Blood, Bonds, Vol...

mars 22, 2026

3 semaines plus tard, la guerre avec l'Iran ne montre aucun signe de fin imminente. Les dommages causés à la région et à ses infrastructures deviennent permanents. Le monde commence lentement à accepter ce que signifierait un conflit prolongé. Cependant, trop d'experts et d'investisseurs sont **fixés uniquement sur la prochaine action du président Trump**, s'attendant à ce qu'il annonce la victoire à tout moment, puis les choses redeviendront normales. **C'est oublier qu'il y a une autre partie impliquée, le régime islamique iranien.** Le FT d'aujourd'hui avance l'argument qu'ils continueraient le conflit : [FT Article \(paywall\)](#). Nous avons naturellement tendance à **sous-estimer la possibilité d'un comportement extrême de la part de personnes très différentes de nous.** C'est un régime qui considère le martyr comme une issue très viable, sinon souhaitable. Rappelez-vous qu'ils ont commémoré leurs soldats morts dans la guerre en Irak en colorant les fontaines en rouge sang.

La fontaine du cimetière Behesht-e Zahra de Téhéran pendant la guerre Iran-Irak - j'ai décidé de ne pas mettre cette photo en couverture pour la note de cette semaine.



Maintenant, cette perspective inconfortable a finalement atteint le sommet du monde de l'investissement, les banques centrales. Face à une vague d'inflation liée à l'énergie, la BCE et la Fed préparent les investisseurs à des mesures conformes à leurs mandats. Pour la BCE, cela se traduit par une possible hausse avant cet été. La Fed réajuste les attentes de baisses de taux à court terme. Cela confirme le **narratif stagflationniste** qui est revenu avec le conflit. En réalité, le chemin reste très incertain, et la Fed aura des moyens de baisser ses taux, surtout en fonction de leurs mandats sur le marché du travail. J'ai ajouté ci-dessous un diagramme de la Banque du Canada qui résume la fonction de réaction des banques centrales à ce choc. Cela dit, pour

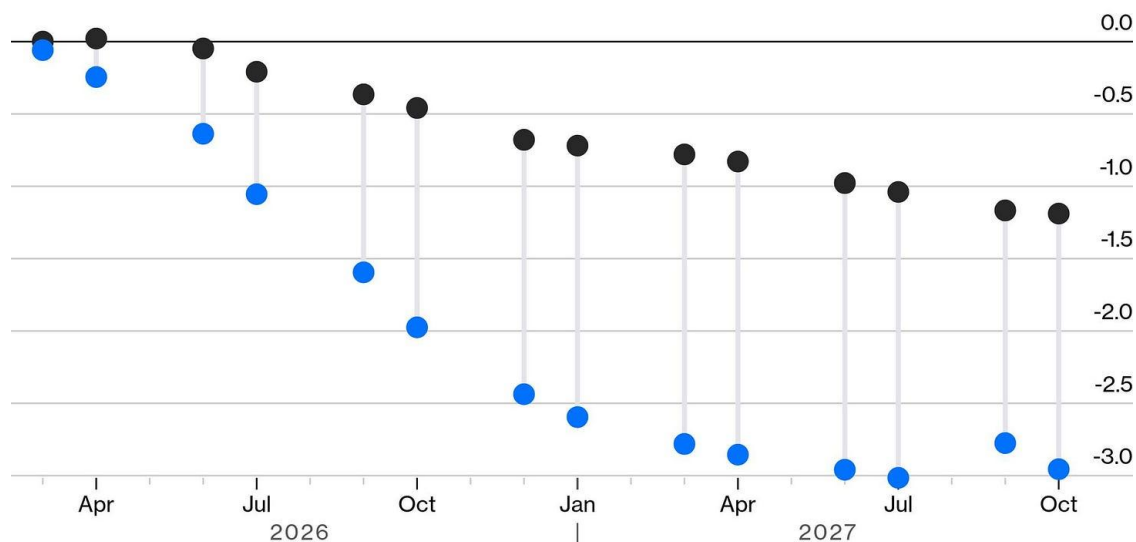
l'instant, nous devons respecter la tendance du marché. Cet aplatissement baissier de la courbe, tiré par le court terme est très douloureux pour le positionnement global dans les obligations.

Après le FOMC : forte dégradation des attentes de baisse des taux par la Fed...

War Forces a New Path for the Fed

Projected fed funds have changed dramatically since the attack on Iran

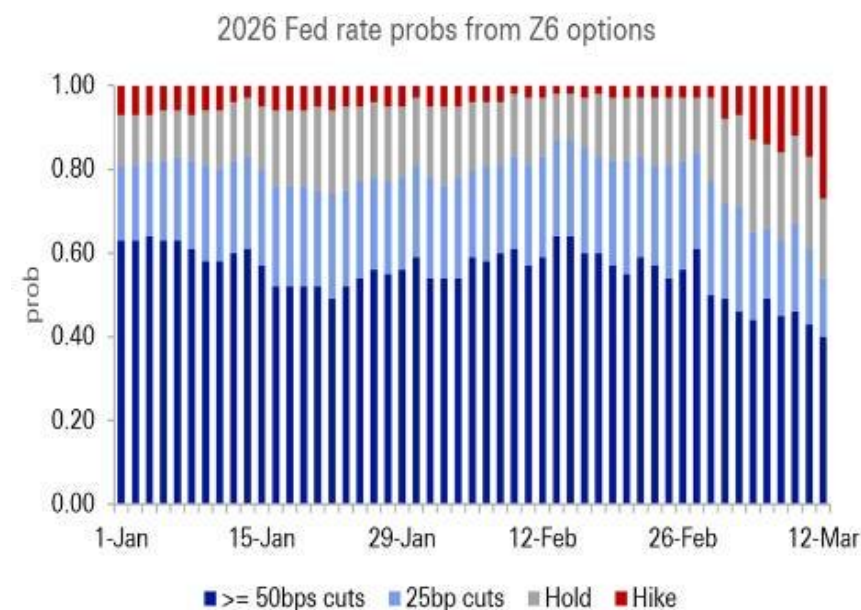
● 25bps Cuts Priced In, Feb. 27 ● 25 bps Cuts Priced In, Mar. 18



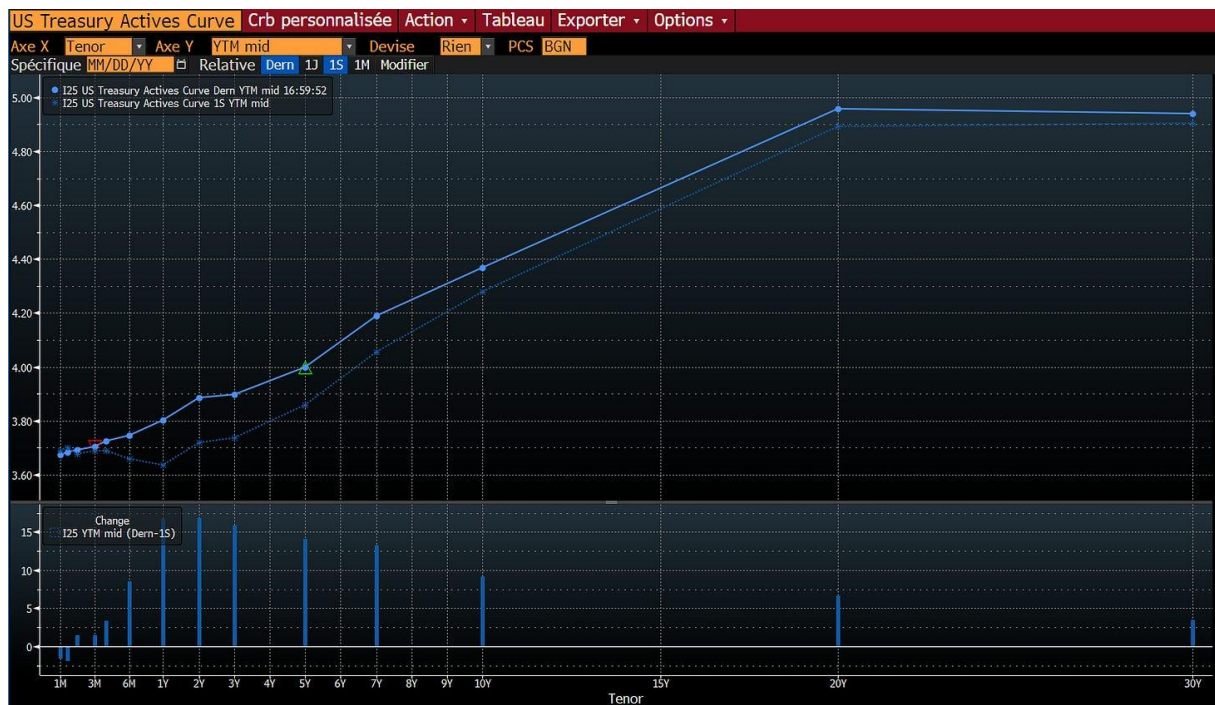
Source: Bloomberg World Interest Rate Probabilities

Bloomberg Opinion

... et les options pricent une hausse de 2026 à 25%, vs 5% en janvier... (source : DB via III)



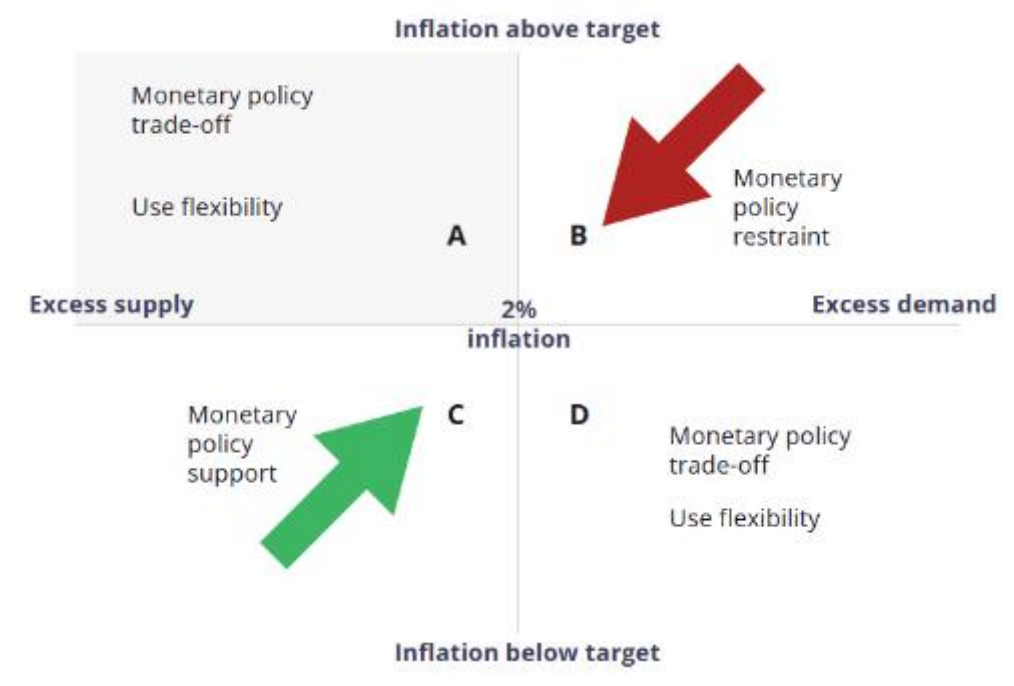
ce que cela a fait à la courbe US (Bloomberg)...



Et en particulier dans le front end (SOFR Dec26 - Dec 27 Futures spread) - un mouvement très douloureux



Le guide de la BdC pour gérer les chocs d'offre. Commentaire ajouté, le paradoxe est que la Fed est dans le quadrant B mais toujours encline à couper, tandis que la BCE est dans le quadrant A mais devrait augmenter (source : BoC via III)



Ce pivot de banque centrale a conduit à une autre augmentation de la volatilité des taux. Une hausse en termes absolus, car l'indice MOVE de la volatilité des taux américains a bondi au-dessus du niveau 100, mais aussi en termes de direction. Cela est particulièrement vrai en Europe, où les écarts de taux sur le court terme se sont inversés, ce qui montre un déplacement de l'équilibre du risque vers la baisse (pour les obligations - c'est-à-dire une hausse des taux). Cet environnement nous dissuade de réaliser des profits sur notre position dans le groupe CME (CME), même si l'action semble entièrement valorisée.

L'indice de volatilité des taux MOVE a repris son ascension après que les banques centrales (Factset)



Comme la volatilité des taux, il en va de même pour d'autres classes d'actifs. Après tout, ce FOMC signifie pour les investisseurs en actions qu'il n'y a pas de « FED put », pour l'instant. Donc on s'attendrait à ce que le VIX soit en forte hausse. Au milieu des années 20, c'est presque décevant. Cette hausse limitée de la volatilité implicite découle probablement d'une volatilité réalisée restreinte. Jusqu'à présent, la correction des actions américaines a été très ordonnée, une descente plutôt qu'une chute libre. Les couvertures de court terme sont demandées, mais le gamma ne paie pas, ce qui limite probablement la demande de puts sur le dernier mois. L'expiration massive des options de ce vendredi (3/20) pourrait déstabiliser cette dynamique, surtout si le conflit persiste. Au contraire, certains stratégies, voire Citadel Securities, vont jusqu'à penser que ce désengagement des couvertures peut être un point d'entrée pour un rebond. De toute façon, cela devrait nous arriver dès la semaine prochaine.

SPX vol implicite (cyan) - trop élevé par rapport à réalisé (orange) (Bloomberg)



Sur la semaine, SPX -1,9%, égal pondéré -1,67%, NDX -1,96%, Russell -1,77%. La plupart des secteurs sont en baisse, sauf l'énergie, +2,8%. Sinon : Utilities -4,9% (impact des taux), Materials -4,5% (les valeurs minières touchées par le krach du prix de l'or), Staples -4%, Discretionary -2,8%, Healthcare -3% (impact LLY). Les financières et les banques sont stables, tout comme les semi-conducteurs, tandis que les logiciels (IGV) - 1,4 %. Le VIX (spot) termine à 26,78, Gold (front futs) \$4492/Oz, -11,6% sur la semaine.

Toutes ces turbulences macro vous feraient oublier que nous sommes des investisseurs en actions. Jusqu'à présent, le portefeuille se comporte bien, nous restons investis, avec seulement un peu plus de trésorerie. Nous n'avons pas entièrement réinvesti le produit de la réduction des financières et bancaires au début du mois de mars. Notre cœur reste dans des valeurs de qualité (voir la note de la [semaine dernière](#)), tandis que notre allocation systématique est là où le risque - et l'attente de surperformance - provient.

Dans ce segment, notre position chez Micron (MU) a connu une croissance significative, nous avons donc dû gérer un petit risque d'événement cette semaine pour leur rapport sur les bénéfices du deuxième trimestre. C'est une valeur très encombrée, avec un bêta élevé, qui était de +60 % depuis le début de l'année, après tout. Maintenant, les chiffres des ventes, du BPA et des prévisions ont été très largement au-dessus des attentes. le monde ne peut pas avoir assez de mémoire, à tout prix, et Micron en bénéficiera. La partie intéressante est le fait qu'ils concluent des accords

d'approvisionnement à plus long terme avec les clients. Cette action a toujours été synonyme de cycles d'augmentation et de baisse. Peut-être que le paradigme est en train de changer, de la même manière que TSMC semble avoir changé tout le cycle de Boom et Bust des fabs. Impossible d'être catégorique sur ces choses, mais si le marché y adhère, **les multiples LT de MU devraient éventuellement s'étendre.** Après l'événement, les analystes critiquaient les concessions de prix autour des accords LT et certaines marges HBM. Mais à long terme, le titre a encore un fort potentiel et pas qu'un peu...

2 Giga de Micron RAM - Gamers Know - et ce n'est pas ce qu'ils vendent à Nvidia...



Comme toujours, merci de lire mes élucubrations. Tout commentaire, point contradictoire, compliment dithyrambique, sont les bienvenus. Passez un excellent dimanche.

Nicolas Emine

« Ce document ne constitue pas une analyse financière indépendante au sens de la réglementation applicable et n'est pas soumis aux interdictions de négociation préalables à sa diffusion. Il est fourni à titre informatif et ne constitue ni une recommandation d'investissement ni un conseil en investissement. »