

Cela aussi passera (bis)

Avril, 2026



Traverser les temps de crise

Eh là là! Comme le vent peut vite tourner! Depuis le début de l'année 2026, le marché boursier américain a dû composer avec un bras de fer complexe entre des fondamentaux économiques solides et une volatilité accrue, fortement influencé par les revirements politiques (comprendre : les droits de douane) et la rhétorique de l'administration Trump.

Le paysage géopolitique a par la suite pris un tournant radical à la fin de février 2026, lorsque les États-Unis et Israël ont lancé une série de frappes militaires coordonnées contre l'Iran. En représailles, l'Iran a bloqué le détroit d'Ormuz, une voie de transit cruciale pour environ un cinquième de l'approvisionnement quotidien mondial en pétrole. Au moment de rédiger ces lignes, le président Trump et les responsables iraniens ont convenu d'un cessez-le-feu provisoire de deux semaines négocié par le Pakistan, des pourparlers officiels étant prévus à Islamabad. La situation reste toutefois très instable.

Un aperçu général des marchés et des conflits armés

Si les médias financiers, qui diffusent jour et nuit en continu, ne manqueront pas de se servir de cette situation pour semer la peur et provoquer des sueurs froides, il est important de prendre du recul. Historiquement, la réaction des marchés boursiers au déclenchement d'une guerre suit un modèle remarquablement constant, quoique souvent contre-intuitif. Alors que les conflits armés constituent de profondes crises géopolitiques et humanitaires, leurs répercussions à long terme sur les grands indices boursiers sont généralement modérées.

La période précédant immédiatement le déclenchement d'une guerre – ainsi que le début proprement dit des hostilités – provoque presque toujours une vague de dégagements massifs dictés par le pessimisme des investisseurs. Les marchés ont horreur de l'incertitude impossible à quantifier, et la menace de perturbations des chaînes d'approvisionnement, de chocs énergétiques et de répercussions imprévisibles entraîne une contraction rapide de la propension au risque. Contre toute attente, le début effectif d'une guerre ou la période qui le suit de près marque souvent le creux du marché. Une fois que l'ambiguïté quant à la survenue d'un conflit est remplacée par la réalité de l'événement, la « prime d'incertitude » du marché commence à s'estomper.

Les chocs géopolitiques ne parviennent que rarement à faire dérailler de façon durable la trajectoire structurelle de l'économie mondiale. Une fois que le choc initial a été absorbé et pris en compte dans les cours, le marché revient inmanquablement à ses principaux moteurs : les résultats des entreprises, les indicateurs d'inflation, les politiques de taux d'intérêt des banques centrales et le cycle macroéconomique dans son ensemble.

Jetons un œil sur les précédents historiques :

La Seconde Guerre mondiale (1941) : L'attaque de Pearl Harbor a provoqué une chute immédiate de 4,4 % de l'indice S&P 500, mais le marché a atteint son niveau le plus bas en avril 1942, avant d'amorcer une longue période haussière de plusieurs années, portée par la mobilisation industrielle et la croissance des bénéfices des entreprises.

La guerre du Golfe (1991) : Les marchés ont connu une lente descente pendant des mois, dans un contexte d'incertitude lié à l'escalade des tensions qui a suivi l'invasion du Koweït par l'Irak en août 1990. Or, le jour même où les États-Unis ont lancé l'opération Tempête du désert (le 17 janvier 1991), l'indice S&P 500 a bondi de plus de 3,7 %. Il a poursuivi sa remontée pour terminer l'année en hausse de plus de 26 %.

La guerre en Irak (2003) : Le marché a évolué à la baisse de façon continue pendant la période de mobilisation prolongée et très médiatisée. Le S&P 500 a finalement atteint son creux quelques jours avant l'invasion américaine en mars 2003, et la dissipation de cette incertitude a immédiatement déclenché une reprise, marquant le début d'un marché haussier qui a duré cinq ans.

Russie-Ukraine (2022) : Le S&P 500 a chuté de plus de 7 % au cours des semaines qui ont entouré le début de l'invasion, à la fin de février. L'indice s'est toutefois fortement redressé, retrouvant ses niveaux d'avant l'invasion en moins d'un mois. Les baisses soutenues du marché observées plus tard au cours l'année 2022 ont été principalement attribuables aux hausses des taux d'intérêt opérées par les banques centrales et à l'inflation, plutôt qu'à la guerre elle-même.

Si, de façon générale, le déclenchement d'une guerre suscite une peur immédiate et une fuite rapide des capitaux, l'histoire montre que, tant que le système reste fondamentalement capitaliste, la panique qui en découle génère souvent une forte plus-value temporaire pour les investisseurs disciplinés pour qui les fondamentaux à long terme des entreprises constituent la pierre angulaire de leur stratégie.

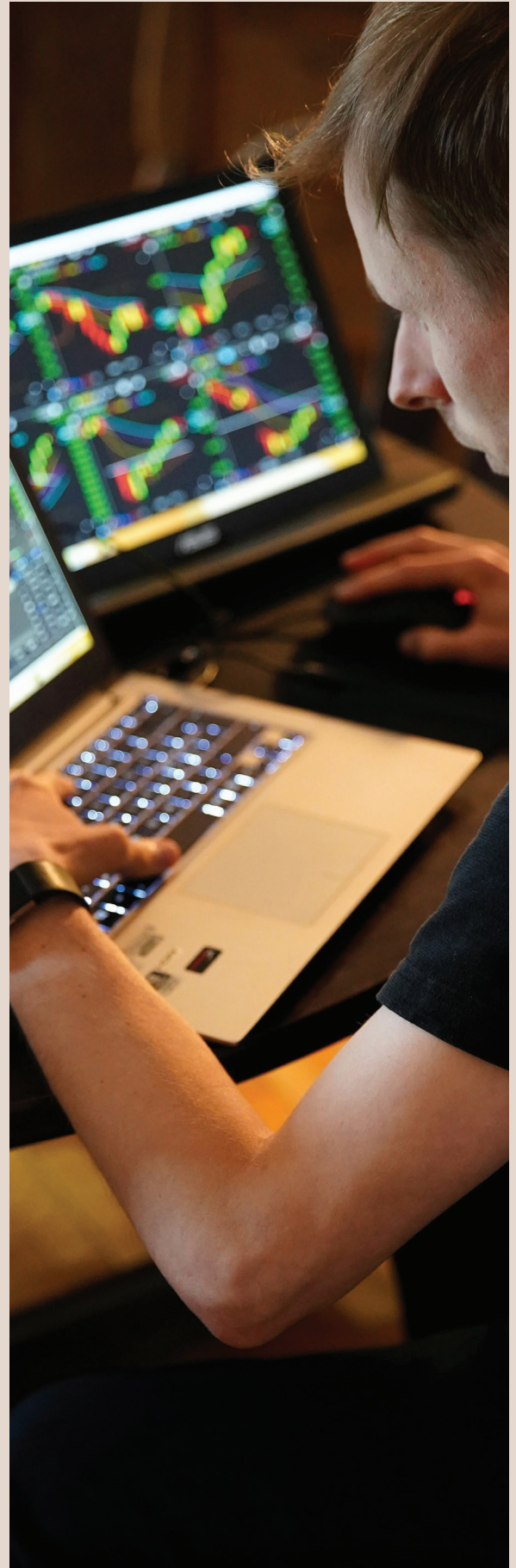
La folie des foules et la distorsion de la dynamique des marchés

Au cours des deux dernières années, les marchés boursiers se sont révélés très polarisés et ont largement favorisé les placements axés sur la dynamique. En gros, les investisseurs ont été récompensés pour avoir cru que « tout ce qui monte... continue de monter ». Ainsi, la stratégie la plus efficace – et la plus simpliste – consistait tout simplement à acheter des actions qui avaient déjà progressé.

La dynamique inhabituelle de ces dernières années a donné naissance à ce que nous percevons comme deux marchés distincts : d'un côté, les valeurs en forte progression, dont les ratios cours/bénéfice (le cas échéant) dépassent 30, et de l'autre, les valeurs à la traîne, dont les ratios cours/bénéfice sont inférieurs ou égaux à 15.

Le contexte actuel du marché rappelle étrangement la bulle Internet de 1998-1999 : le financement intense des fournisseurs, conjugué à la mise en place d'écosystèmes, et des introductions en bourse liées à l'IA de sociétés affichant des multiples de valorisation fondés sur le chiffre d'affaires et non sur les bénéfices. Nous voyons aujourd'hui l'action d'Anthropic négociée à 13 fois son chiffre d'affaires, celle d'OpenAI à 40 fois son chiffre d'affaires et, le comble, celle de SpaceX à 100 fois son chiffre d'affaires! N'oubliez pas qu'aucune de ces entreprises n'est rentable pour l'instant... Et elles admettent d'ailleurs qu'elles ne le seront pas avant longtemps.

Si l'on remonte à 1999... on se souviendra que les analystes évaluaient les actions Internet selon le nombre de « coups d'œil » ou, s'il l'on veut, de visiteurs. Comme aucune des entreprises qu'ils analysaient ne dégagait de bénéfices, Wall Street et Bay Street ont décidé de suspendre les règles financières traditionnelles et ont mis au point cet indicateur : un « coup d'œil » correspondait simplement à un utilisateur accédant une fois à un site ou à une page Web. L'idée était que, dans la nouvelle économie de l'Internet, la seule chose qui comptait était de conquérir des parts de marché et d'attirer l'attention des utilisateurs. La logique voulait



que si l'on parvenait à rassembler des millions de coups d'œil, c'est-à-dire de visiteurs sur sa plateforme, on finirait bien par trouver le moyen de monétiser ces coups d'œil plus tard, que ce soit par la publicité, les abonnements ou le commerce électronique.

Les analystes ont commencé à calculer la « valeur par coup d'œil » ou la « capitalisation boursière par visiteur ». Si le titre de Yahoo se négociait à 2 000 \$ par visiteur, par exemple, un analyste pouvait affirmer que l'action d'une entreprise en démarrage se négociant à seulement 500 \$ par visiteur représentait une véritable aubaine avec un fort potentiel de croissance, même si aucune des deux sociétés ne générait de flux de trésorerie significatifs.

Les « coups d'œil » n'étaient pas la seule mesure comptable fantaisiste née de cette frénésie. Les analystes et les investisseurs en capital de risque ont également popularisé les suivantes :

La part d'esprit : Une mesure approximative de la notoriété d'une marque. L'idée était que dépenser 20 millions de dollars dans une publicité diffusée pendant le Super Bowl (comme l'avait fait Pets.com, dont l'exemple est resté célèbre) représentait un excellent investissement parce qu'une telle dépense permettait à une marque d'occuper une part de l'esprit du consommateur, devenant la première à laquelle les consommateurs penseraient, ce qui finirait par se traduire par une position dominante dans son secteur d'activité.

La vitesse d'épuisement des fonds comme insigne d'honneur : La vitesse à laquelle une entreprise dépensait ses liquidités (son taux d'épuisement des fonds) était parfois considérée, de manière paradoxale, comme un indicateur positif. Une vitesse élevée signifiait que l'entreprise connaissait une croissance fulgurante, qu'elle investissait massivement dans le marketing et l'acquisition de clients pour attirer des « coups d'œil » avant que ses concurrents ne le fassent.

Le taux de clics : Très prisé comme indicateur de mobilisation, même si les clics ne se traduisaient pas par des ventes réelles.

Bref, l'histoire ne se répète peut-être pas, mais elle présente souvent des similitudes... Soyez assurés que nous n'allons pas dépenser 100 fois le chiffre d'affaires pour la « prochaine nouveauté », ni avec votre argent, ni avec le nôtre!

Un changement radical au chapitre des taux d'intérêt : L'âge d'or du crédit?

L'année 2020, marquée par la pandémie, a sonné le glas de quatre décennies de baisses soutenues des taux d'intérêt et d'une politique monétaire très expansionniste. Le contexte pour 2025-2026 se caractérise désormais par une normalisation des coûts d'emprunt et une forte incertitude macroéconomique. L'imprévisibilité même de l'évolution des politiques commerciales mondiales, les distorsions du marché induites par l'intelligence artificielle et la futilité inhérente des prévisions macroéconomiques à court terme ont fait grimper le coût du capital pour tous les acteurs économiques.



Pendant des années, la baisse structurelle des taux d'intérêt a artificiellement gonflé le prix des actifs et permis de renflouer les coffres d'entreprises fortement endettées. Or, le contexte actuel de hausse des taux change complètement la donne. Le capital n'est plus gratuit. Les entreprises doivent donc désormais s'appuyer sur une véritable rentabilité d'exploitation plutôt que sur un endettement bon marché pour survivre. De plus, l'engouement remarquable pour l'intelligence artificielle – bien que celle-ci soit bel et bien réelle et en pleine expansion – a soulevé des questions concernant les bulles spéculatives, mettant en garde contre le fait qu'un trop grand optimisme pourrait empêcher les investisseurs de prendre la pleine mesure des valorisations historiques et des risques.

Cette évolution macroéconomique a entraîné un profond rééquilibrage des profils risque-rendement. Pour la première fois depuis plus d'une décennie, les titres à revenu fixe et les titres de créance spéculatifs offrent des rendements très concurrentiels par rapport aux rendements historiques des actions. Les prêteurs sont enfin rémunérés à leur juste valeur pour le risque qu'ils assument, ce qui rend les instruments de crédit de grande qualité incroyablement attrayants par rapport aux actions cotées en bourse, pour lesquelles le contexte est déjà répercuté dans les cours.

Chez Claret, notre stratégie dans un tel contexte consiste à adopter une démarche plus défensive et davantage axée sur le rendement :

Tirer parti des rendements : Nous tirons parti du niveau de référence plus élevé des taux d'intérêt en réorientant nos actifs vers les instruments de crédit et les titres à revenu fixe, avec lesquels il est possible d'obtenir des rendements solides sans dépendre d'une forte hausse des multiples boursiers.

Miser sur la recherche d'aubaines : Nous nous appuyons sur une analyse approfondie et ascendante pour identifier les actifs dont le cours est nettement inférieur à leur valeur intrinsèque, évitant les secteurs emportés par l'euphorie du moment.

Reconnaître l'incertitude : Nous élaborons des portefeuilles conçus pour résister aux chocs imprévisibles en privilégiant la maîtrise des risques et une marge de sécurité structurelle plutôt que des paris macroéconomiques audacieux.

C'est en exigeant une contrepartie adéquate pour le risque et en privilégiant un rendement fiable plutôt qu'une croissance dynamique que les investisseurs peuvent prospérer dans cette nouvelle ère de normalisation financière.

Avant tout, restez investis et ne laissez pas les émotions à court terme influencer vos décisions à long terme.

Quelques points intéressants :

- Lorsque les temps sont durs et que nous sommes confrontés à des menaces plus graves, qu'elles soient existentielles ou non, c'est parfois le bon moment de former des « alliances », même entre concurrents, pour renforcer ses positions.

Un bon exemple est le projet de fusion entre Pernod-Ricard et Brown-Forman (la société mère de Jack Daniel's), qui fait actuellement la une du marché mondial des spiritueux. Cette opération est présentée comme un vaste projet de consolidation visant à faire face à la hausse des coûts, à l'évolution des habitudes de consommation et aux tensions liées aux droits de douane internationaux.

Les deux entreprises ont pris soin d'utiliser l'expression « fusion entre égaux », sans doute pour apaiser les deux familles fondatrices emblématiques (les Brown au Kentucky et les Ricard en France) qui détiennent toujours un contrôle des droits de vote. Cette fusion donnerait naissance à un géant du secteur des spiritueux, réunissant le deuxième plus grand fabricant mondial de spiritueux (Pernod-Ricard) et le plus grand producteur de whisky américain (Brown-Forman). Dans le contexte actuel de 2026, marqué par les guerres commerciales et les droits de douane de l'administration Trump, une entité fusionnée disposant d'une présence industrielle majeure tant aux États-Unis qu'en Europe pourrait surmonter les barrières commerciales transatlantiques plus efficacement que deux sociétés distinctes.

Si l'accord entre Pernod et Jack Daniel's est une « fusion entre égaux », alors le rapprochement entre McCormick et Unilever constitue une refonte totale du garde-manger mondial. Depuis le 9 avril 2026, cet accord de 65 milliards de dollars est officiellement passé du stade de « rumeur » à celui d'une « entente définitive ». Les deux entreprises visent 600 millions de dollars d'économies annuelles d'ici la troisième année.

- Nous sommes tombés sur un article consacré à Kalshi, le marché de prédiction où l'on peut parier sur des événements sportifs et divers autres événements. L'un des paris les plus insolites s'appelle « les marchés des mentions » : un contrat rapporte 1 \$ si le président de la Fed, Jerome Powell, prononce un mot précis lors d'une conférence de presse ou dans un autre contexte, et 0 \$ s'il ne le fait pas.

Ça me rappelle une histoire que mon père m'avait racontée quand j'étais petit : au Vietnam, pendant la saison de la mousson, les gens pouvaient parier auprès d'un preneur de paris sur

le moment précis où il allait commencer à pleuvoir un jour donné, ainsi que sur la durée de la pluie...

Comme le disait P.T Barnum : Il y a un naïf qui naît de la dernière pluie chaque minute...

Ce qui me rappelle une citation de Warren Buffett :

« Le capitalisme aux États-Unis a connu un succès sans précédent... C'est à la fois cette magnifique cathédrale, qui a donné naissance à une économie sans équivalent dans le monde, et à laquelle est rattaché un gigantesque casino.

Au casino, tout le monde s'amuse, l'argent circule à flots... il est conçu pour faire passer l'argent de la poche de l'un à celle de l'autre.

L'équilibre entre le casino et la cathédrale est crucial... au cours des cent prochaines années, il faudra veiller à ce que la cathédrale ne soit pas éclipsée par le casino. »

Divulgateion complète : La rédaction de cette lettre a été enrichie par Gemini 3, l'IA de Google.

- Alain Chung, CFA, Président du conseil et chef des investissements, au nom de toute l'équipe Claret.

