

PROBUS  PLEION

Lettre mensuelle

Mars 2026

À votre services depuis 1980





SOMMAIRE

- | | | |
|--|--|----------------------------------|
| 2 Editorial | 4 Les marchés financiers au cours du mois | 6 Résumé des performances |
| 3 Évaluation de la situation économique | 5 Commentaires sur les décisions de placement | 7 Contacts & disclaimer |

Editorial

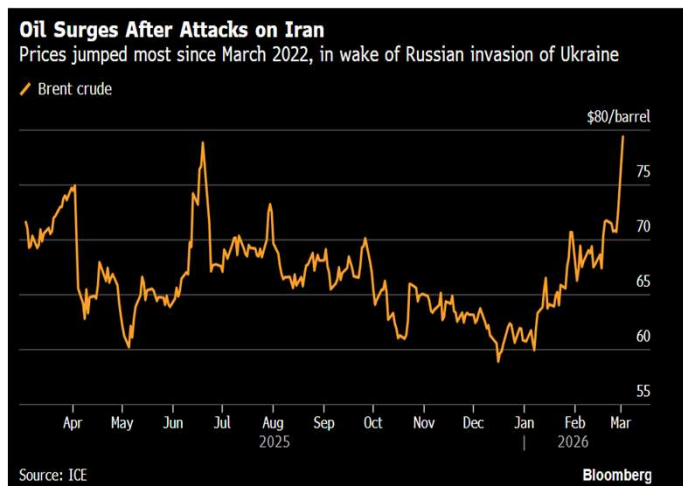
Et maintenant au tour de l'Iran

L'épilogue d'un conflit qui dure depuis 47 ans?

Pour la seconde fois en deux mois, Donald Trump secoue la géopolitique mondiale, bien secondé cette fois-ci de son indéfectible allié israélien. Si l'opération vénézuélienne n'était qu'une «mise en bouche», cette fois-ci on parle vraiment du «plat principal». En termes d'impact sur la géopolitique mondiale, il n'y a pas de commune mesure, tant les implications sont multiples et potentiellement majeures. A ce stade, tous les scénarios sont encore ouverts, d'un effondrement rapide du régime en place depuis 1979 à celui d'un embrasement majeur et durable de tout le Moyen Orient.

Au vu du nombre important de missiles et de drones lancés par l'Iran dès le début de sa riposte, on peut supposer que l'option d'une riposte graduelle n'a pas été privilégiée et que l'armée iranienne a choisi d'impliquer tous ses voisins d'entrée de jeu. Si cela se vérifie dans le temps, cette stratégie aura eu pour objectif que les pays du Golfe, dont certains ne s'attendaient pas à être ciblés, fassent pression sur les US pour arrêter rapidement leurs opérations.

Le cours du Brent depuis une année



Le blocage du détroit d'Ormuz fait bondir le cours du pétrole

Sans réellement contrôler le détroit d'Ormuz en totalité, il aura suffi à l'armée iranienne de menacer les tankers voulant «forcer» le passage et d'en torpiller trois, pour que l'entier de la flotte présente dans la région s'immobilise en totalité. En conséquence, près de 20% de l'approvisionnement mondial n'est pour l'instant plus disponible, ce qui pourrait en cas de blocage de plusieurs semaines, propulser le cours de l'or noir à des niveaux dangereux pour la croissance mondiale.

Le marché avait partiellement intégré le scénario actuel

Avant le déclenchement du conflit et depuis deux mois, le cours du pétrole était orienté à la hausse, alors même que l'offre restait excédentaire. Un retour à la moyenne après une baisse marquée en 2025 et une remontée du positionnement très faible des opérateurs sur cet actif ont pu expliquer une partie de la hausse des cours. Mais c'est surtout la montée des tensions entre les principaux belligérants depuis les répressions sanglantes des manifestations de la rue par le régime iranien qui a forcé le marché à intégrer cette possibilité. Aux dernières nouvelles, les US parlent de quatre semaines pour leurs opérations, mais les paris restent ouverts.

Quelles conséquences attendre sur les marchés?

Le contrôle du détroit d'Ormuz, pour éviter une flambée durable des cours du pétrole, restera un élément clé du conflit pour les marchés financiers. Un Brent au-delà de 90/95\$ sera un cap à ne pas franchir durablement, au risque de voir un ralentissement marqué de l'économie mondiale.



Kim Muller
CIO (Suisse)

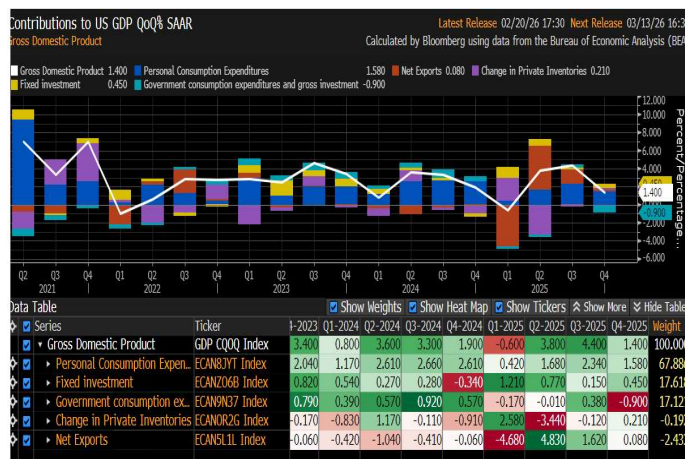


Evaluation de la situation économique

Les bons chiffres économiques publiés récemment pourraient bien être revus à la baisse, en cas de conflit prolongé au Moyen Orient. Le pétrole franchit un palier à la hausse, ainsi que le niveau global d'incertitude.

La croissance du PIB US fléchi au T4, mais cette baisse s'explique

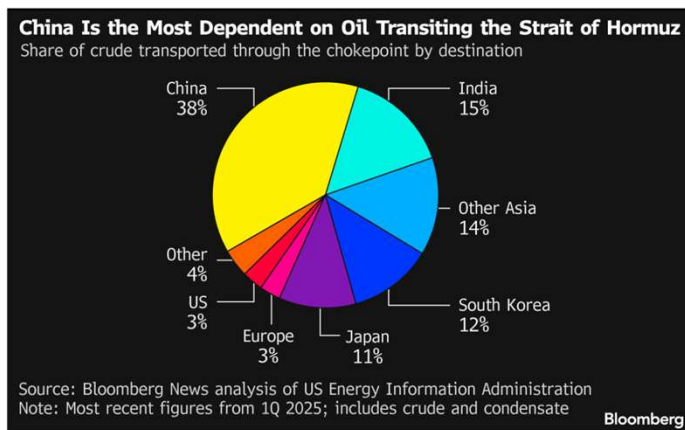
Après un 3ème trimestre particulièrement solide, en croissance de 4.4%, le PIB américain était attendu en hausse plus modérée au dernier trimestre de l'année aux alentours de 2.4%. A l'annonce du chiffre de 1.4%, une certaine déception s'est brièvement installée jusqu'à ce le détail de la contribution gouvernementale au PIB soit identifiée comme principale détracteur de la croissance globale. Au niveau de -0.9%, le marché a rapidement compris que les effets du shutdown record (43 jours) du 1^{er} octobre 2025 avaient «retranché» quasiment 1% de croissance économique, dont une bonne partie ne pourrait être «récupérée». Pour le T1 de cette année, la reprise s'est amorcée avec des attentes aux alentours de 3.1%, mais ce chiffre produit avant l'attaque sur l'Iran pourrait fléchir significativement si le conflit devait se prolonger.



Source: Bloomberg

Le blocage du détroit d'Ormuz concerne surtout la Chine

Tous les pays ne sont pas égaux face au risque de blocage prolongé du détroit d'Ormuz. On voit que la Chine consomme 38% du flux provenant de cette région et que l'Asie concentre 90% de la demande alimentée par cette voie navigable. Bien évidemment, si un blocage devait persister, la demande de ces pays s'orienterait vers le solde de l'offre et ne manquerait pas de priver le reste du monde d'une partie de son approvisionnement. Certains analystes en déduisent que les USA, dans l'ensemble auto-suffisants en pétrole, pourraient ne pas voir d'un mauvais œil l'approvisionnement de la Chine être en partie «rationné» pour une certaine période. De l'autre côté, une flambée du prix de l'essence aux US serait électoralement très pénalisante pour Donald Trump.

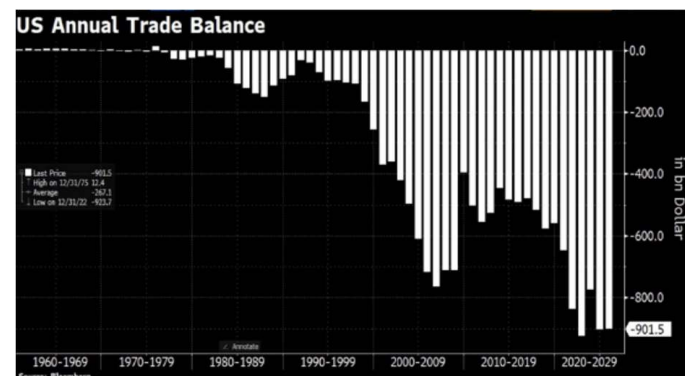


Source: Bloomberg News analysis of US Energy Information Administration
Note: Most recent figures from 1Q 2025; includes crude and condensate

Bloomberg

Le déficit commercial US stable en 2025, malgré les taxes

En dépit d'une salve sans précédent de taxe douanières mises en place, chacune censée remplir les caisses fédérales mais également freiner la compétitivité de tous les biens importés, le déficit commercial américain est resté stable en 2025 par rapport à 2024. A 901.5 milliards de \$, ce total n'est inférieur que de 0.2% à celui de l'année précédente, même si la Chine a considérablement réduit son excédent commercial. Dans la foulée, d'autres pays comme le Mexique ou la Corée du Sud se sont engouffrés dans la brèche pour répondre à la demande insatiable de l'économie américaine.



Source: Bloomberg

Qu'en est-il de la politique monétaire de la BNS?

La Banque nationale suisse (BNS) a confirmé un bénéfice net final de 26,1 milliards de francs pour l'ensemble de l'exercice 2025, contre un gain de 80,7 milliards en 2024. Plus intéressant, son stock d'or de 1'040 tonnes a vu sa valeur augmenter de 36.3 milliards, alors que ses positions en devises étrangères ont généré une perte de 8.8 milliards. Enfin, les pertes de changes à elles seules se sont chiffrées à 53.1 milliards, essentiellement dues à la baisse majeure du dollar US en 2025. Ce bénéfice permettra le versement de 4 milliards de francs, 1/3 pour la Confédération et 2/3 pour les cantons.



Les marchés financiers au cours du mois

Sous une apparence calme, le S&P 500 cache des rotations sectorielles massives. L'IA est considérée comme une menace pour les logiciels, mais aussi pour l'intermédiation au sens large. La dette privée inquiète le marché.

La menace potentielle de l'IA fait plonger le secteur des logiciels

A l'image du cours de Microsoft, sévèrement sous pression depuis plusieurs mois, l'ensemble du secteur des logiciels a concentré un nombre très marqué de flux vendeurs. La vieille rengaine du marché US «*shoot first and then ask questions*» bat son plein, amenant certaines valorisations relatives (par rapport à l'ensemble du marché) à des niveaux inédits depuis plus d'une décennie. A tel point que le multiple de valorisation de Coca-Cola pour 2026 est supérieur à celui de Microsoft, en dépit d'une croissance attendue trois fois inférieure. Pour un autre acteur très connu de la branche, l'éditeur Adobe, son multiple de valorisation est inférieur à son taux de croissance attendu ces deux prochaines années. Alors sanction justifiée ou opportunité d'investissement majeure? Probablement un peu des deux, car il est indéniable qu'à moyen terme, l'IA redéfinira le futur de nombreux acteurs du segment, sans pour autant signifier la fin brutale d'une majorité d'entre eux.

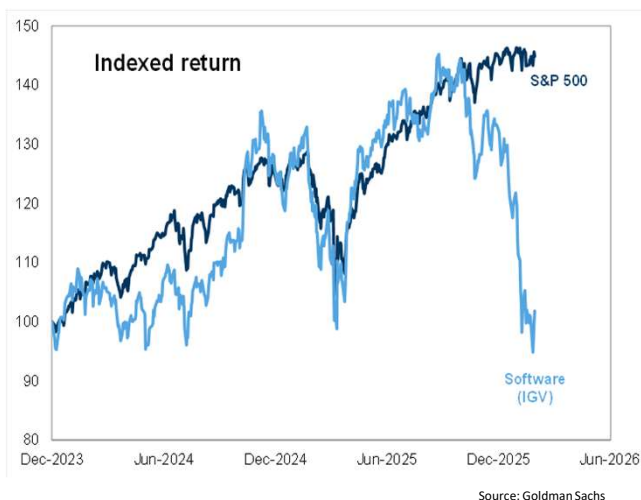
La dette privée inquiète et met sous pression le secteur

Le 18 février Blue Owl Capital, un des poids lourds du secteur de la dette privée, a suspendu les rachats dans Blue Owl Capital Corp II, un véhicule de crédit privé axé sur le commerce de détail qui offrait une liquidité trimestrielle. Il s'agit donc d'un des premiers véritables tests de résistance pour la «*démocratisation*» tant promise du crédit privé. Cette décision de suspendre les rachats, tout en remboursant le capital au fil du temps, a ébranlé non seulement un fonds, mais aussi la confiance dans un marché de 1'800 milliards de dollars. Pourtant, cet épisode n'est pas un scandale, mais plutôt une révélation structurelle. La prime d'illiquidité qui caractérise le crédit privé n'existe que si les investisseurs acceptent d'être illiquides. Les investisseurs particuliers, de par leur nature et leur tempérament, ne l'acceptent pas. Au final, la question n'était pas de savoir si, mais quand devait arriver cette douloureuse piqure de rappel.

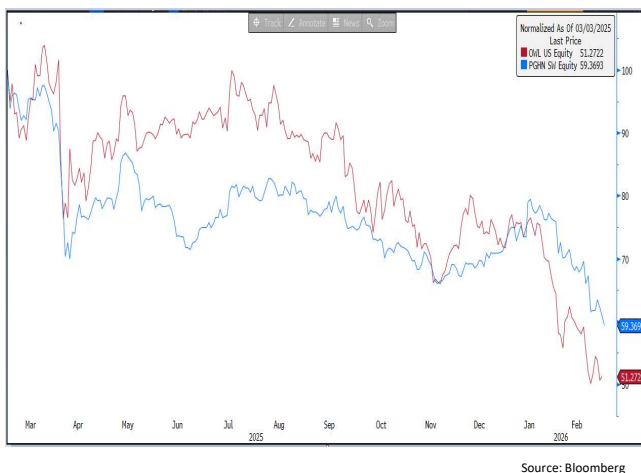
Cacao, retour à la case départ

Cette matière première si convoitée (et délicieuse!) avait fait la une des marchés en 2024, avec un triplement de sa valeur en l'espace de quelques mois. Tous les amateurs de chocolat scrutaient sa hausse et se demandaient s'ils pourraient encore à l'avenir s'offrir cette délicatesse devenue alors un produit de luxe. Derrière cette hausse fulgurante, les «*spécialistes*» de tous bords nous ont abreuvé d'explications diverses, entre une demande jugée quasi incompressible, mauvaises récoltes depuis plusieurs années, difficultés d'augmenter la production et spéculations effrénée, tout était en place pour que le cacao ne soit désormais accessible qu'à une minorité fortunée. Force est de constater qu'après une baisse de près de 50% en 2025, suivi d'une seconde baisse de 50% en 2026 (!), le cours du cacao a été divisé par quatre depuis son sommet et retrouve ses niveaux d'il y a 3 ans. Vive le chocolat!

L'ETF (IGV) Software US et le S&P 500 depuis 2024



Le cours de Blue Owl et Partners Group sur 12 mois



Le cours du cacao sur 3 ans





Nos convictions

		Pas du tout attractif	Peu attractif	Neutre	Attractif	Très attractif	Commentaires
Actions	Actions US		●				La fatigue des Mag 7 pèse sur le marché
	Actions EU				●		Favoriser les industrielles
	Actions CH				●		Le recul du début mars corrige le surachat
	Actions Japon			●	○		Marché suracheté et sensible au pétrole
	Actions Chine			●			La consolidation actuelle bientôt achevée?
	Actions Asie ex-Japon & Chine			●			L'Inde est sensible au cours du pétrole
Obligations	Cash & dette à court terme				●		Maturités 3-5 ans en EUR, 2-3 ans en USD
	US dette à long terme		●				Ratio rendement-risque peu attractif
	EU dette à long terme		●				Eviter la dette gouvernementale française
	High Yield US & EU		●				Les spreads de crédit peu attractifs
	Dette émergente devise locale				●		Bénéficie de la baisse des taux US
	Dette émergente USD			●			
Alternatifs	Métaux précieux et mines d'or			●			Consolidation en place. Achat sur faiblesse
	Matières premières				●		Favoriser les métaux
	REITs (EU + CH)		●	○			Le résidentiel CH est (très) richement valorisé
	Private Markets			●			Attention à la dette privée

● Conviction actuelle ○ Conviction précédente

Devises					
EURUSD	EURCHF	EURGBP	USDCHF	USDJPY	GBPUSD
↓	↓	→	↑	↑	↓

Commentaires sur les décisions de placement

Le chaos géopolitique orchestré par Donald Trump reprend de plus belle, après l'attaque de l'Iran du 28 février. Le cours du pétrole s'emballe, alors que les conséquences à moyen terme de l'opération militaire US restent floues.

Actions

Notre positionnement attentiste sur cette classe d'actif s'est «malheureusement» avéré justifié, après le déclenchement des hostilités en Iran. A court terme, les marchés resteront focalisés sur les cours de l'énergie, tout en scrutant la moindre nouvelle en provenance de la région ou du Pentagone. L'amplitude de la hausse du pétrole ou du gaz importera moins que la durée de la flambée des cours. Si le conflit ne dure que quelques semaines, il sera temps d'augmenter l'exposition aux actions. Dans le cas contraire, un enlèvement du conflit nous contraindra à couper davantage notre risque sur cet actif.

Obligations

Si la dette privée a agité le secteur bancaire (un peu), c'est surtout les acteurs spécialisés qui ont vu leurs cours sous pression. Pour la dette des marchés publics, la tendance a plutôt été orientée vers une légère baisse des rendements, avant que la flambée des cours de l'énergie n'inverse le mouvement. A l'annonce de l'attaque, les obligations ont d'abord vu leurs cours monter (recherche d'actifs refuge), avant de baisser sur des craintes d'inflation. Nous restons sur des durées courtes et moyennes pour éviter la volatilité.

Métaux précieux, immobilier coté en bourse (REIT)

Malgré une fin de mois de janvier extraordinairement volatile, les métaux précieux ont à nouveau délivré une performance mensuelle importante, portés par des achats à bon compte et quelques couvertures de risque géopolitique, à mesure que la menace américaine sur l'Iran se concrétisait. Dans ce contexte, nous conservons notre position en or physique. Du côté de l'immobilier résidentiel, nous avons coupé notre position sur Vonovia, en profitant du rebond de cette année, mais aussi pour réduire la volatilité des portefeuilles. Nous avons aussi réduit l'immobilier suisse, les valorisations étant (très) élevées.

Devises

Le franc suisse s'est à nouveau distingué, en se renforçant à la fois contre dollar et contre euro. Face à la monnaie unique, le cours a cassé un nouveau plancher en passant sous le niveau de 0.91 dans la paire EUR/CHF. Le dollar US a poursuivi sa baisse jusqu'en fin de mois, avant de se reprendre au début mars dans la foulée du conflit en Iran. A ce stade, sa corrélation avec le baril de pétrole est positive, le marché anticipant un besoin accru de dollars par les pays importateurs de pétrole, à mesure que son cours augmente.



Résumé des performances

Les performances actions

Equity Indices	Last	1m Return (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
SWISS MARKET INDEX	14014	6.3	5.6	7.8
STXE 600 (EUR) Pr	633.9	3.7	6.9	13.8
CAC 40 INDEX	8581	5.6	5.1	5.8
DAX INDEX	25284	3.0	3.2	12.1
FTSE 100 INDEX	10911	6.7	9.8	23.8
Euro Stoxx 50 Pr	6138	3.2	5.9	12.4
DOW JONES INDUS. AVG	48978	0.2	1.3	11.7
S&P 500 INDEX	6879	-0.9	-0.3	15.5
NASDAQ COMPOSITE	22668	-3.4	-3.2	20.3
RUSSELL 2000 INDEX	2632	0.7	5.3	21.7
TOPIX INDEX (TOKYO)	3939	10.4	15.5	46.9
FTSE CHINA A50	14630	-2.3	-4.4	10.6
Global Index	1056.76	1.2	3.6	22.5

Les performances des obligations, devises et matières premières

Fixed Income Indices	Last	1m Return (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
SBI AAA-BBB	140.3	0.6	1.4	2.1
Euro-Aggregate	251.6	1.2	1.9	2.5
U.S. Aggregate	2389.9	1.6	1.6	6.3
Global Aggregate	511.6	1.1	2.0	8.2

Currency	Last	1m Change (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
CHF	0.769	-0.5	-2.8	-14.8
EUR	1.181	-0.3	0.5	13.9
DX	97.61	0.6	-0.6	-9.3
GBP	1.348	-1.5	0.1	7.2
JPY	156.050	0.8	-0.2	3.6
CNY	6.862	-1.4	-1.9	-5.7
CAD	1.364	0.2	-0.4	-5.7
AUD	0.712	2.2	6.3	14.6
BRL	5.125	-2.6	0.0	-12.9
INR	90.979	1.3	1.3	4.0
MXN	17.227	-1.3	-4.3	-16.2
EURCHF	0.909	-0.9	-2.4	-3.0

Commodity	Last	1m Change (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
Gold	5279	7.9	21.6	84.7
Silver	93.79	10.1	22.9	201.1
WTI	67.02	2.8	15.7	-3.9
Copper	600.45	1.4	3.9	33.0
Industrial Metals	171.55	-0.3	4.2	18.2
Agriculture	54.57	2.8	1.4	-5.9

Suisse

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Genève
t +41 22 906 81 81

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Berne
t +41 58 404 29 41

Boulevard de Grancy 1 ♦ 1006 Lausanne
t +41 22 308 18 50

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
t +41 22 906 81 50

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
t +41 27 329 00 30

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier
t +41 27 329 06 83

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zurich
t +41 43 322 15 80

info@probuspleion.ch ♦ www.probuspleion.ch

Luxembourg

2A rue Jean Origer ♦ L-2269 Luxembourg
t +352 262 532 0

info@probuspleion.lu ♦ www.probuspleion.lu

Maurice

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter
Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Baie 30529

République de Maurice
t +230 263 46 46

info@probuspleion.mu ♦ www.probuspleion.mu

Dubai

DIFC ♦ Emirates Financial Towers

South Tower ♦ Office 1101
P.O Box 9519 ♦ Dubaï ♦ Émirats arabes unis

t +971 4 305 8000

info@probuspleion.ae ♦ www.probuspleion.com

Thailande

283/78 15th Floor ♦ Home Place BLDG

Sukhumvit 55 (Soi Thong Lor 13) ♦ Klongton Nua

Wattana ♦ Bangkok 10110 ♦ Thailand

t +66 27 129 660

info@probuspleion.com ♦ www.probuspleion.com



www.probuspleion.com

Disclaimer: This document has been prepared using sources believed to be reliable but should not be assumed to be accurate or complete. The statements and opinions it incorporates were formed after careful consideration and may be subject to change without notice. The author and distributors of this document expressly disclaim any and all liability for inaccuracies it may contain and shall not be held liable for any damage that may result from any use of the information presented herein. Past performance is not indicative of future results. Values of an investment may fall as well as rise. This document is intended for information purposes only and should not be construed as a recommendation, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any investment products or services. The use of any information contained in this document shall be at the sole discretion and risk of the user. Prior to making any investment or financial decisions, an investor should seek individualized advice from his/her financial, legal and tax advisors that consider all of the particular facts and circumstances of an investor's own situation.

DIFC: This document is directed at Professional Clients as defined under the rules and regulations of the Dubai Financial Services Authority (DFSA). Probus Pleion Middle East Limited is regulated by the DFSA.

Switzerland: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). Pleion SA is regulated by the FINMA.

Mauritius: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Financial Services Commission (FSC).

Luxembourg: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Grand-Duchy of Luxembourg. Clients' data is protected under the REGULATION (EU) 2016/679 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 April 2016 on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data, and repealing Directive 95/46/EC (General Data Protection Regulation).

Data Privacy Policy Important Notice: Companies within the Probus Pleion Group recognize the importance of keeping the personal data of its customers and other counter-parties confidential and protecting their privacy rights. While each company within the Probus Pleion Group has its own privacy policy in accordance with the applicable standards, you may access Probus Pleion Group global privacy policy at the following url: <https://www.probuspleion.com/data-protection-policy>