

Espace International - News, articles, interviews et dossiers

NEWS

ARTICLES

INTERVIEWS

DOSSIERS



Sébastien Korchia

**DIRECTEUR GENERAL – DIRECTEUR DES INVESTISSEMENTS
CHEZ COGEFI GESTION****« Conflit au Moyen-Orient : qui sont les gagnants
et les perdants sur les marchés financiers ? »**

Publié le 18 mars 2026

Le marché pétrolier est-il en train de basculer dans un choc d'offre durable, ou s'agit-il surtout d'une prime géopolitique temporaire liée au conflit Iran–États-Unis–Israël ?

A mon sens, nous sommes à la fois face à un choc d'offre durable et à une prime géopolitique temporaire. Toute la difficulté tient au fait que ce caractère « temporaire » est impossible à dater à ce stade, puisqu'il dépend entièrement de la durée du conflit, de son intensité et de ses conséquences concrètes sur les infrastructures.

On peut parler de choc d'offre durable pour une raison simple : il existe déjà une perturbation physique potentielle de l'offre pétrolière. Surtout, même si le conflit devait s'arrêter rapidement, le retour à la normale ne serait pas immédiat. Les infrastructures pétrolières ne redémarreront pas du jour au lendemain.

Contrairement à un simple interrupteur que l'on actionne, leur remise en route suppose des délais techniques incompressibles. Cela est encore plus vrai pour le gaz naturel liquéfié, dont les contraintes de température rendent les redémarrages particulièrement lents. L'image du four que l'on éteint puis rallume est parlante, à ceci près que l'on parle ici d'installations industrielles soumises à des conditions extrêmes. Il faut donc intégrer dès maintenant l'idée d'un délai incompressible de remise en route. À cela s'ajoute une dimension moins visible mais tout aussi essentielle : la désorganisation logistique mondiale. Le redémarrage des puits ne suffit pas à rétablir la fluidité du marché. Les flux maritimes eux-mêmes sont désynchronisés. Certains navires sont pleins mais immobilisés, d'autres sont vides ailleurs, et d'autres encore attendent sur les routes maritimes. Il faudra reconstituer progressivement une organisation cohérente et ordonnée des flux. Là encore, cela prend du temps. Autrement dit, même si la situation militaire s'améliore, le choc ne disparaît pas immédiatement : il existe un effet de retard, un temps de latence.

Parallèlement, une prime géopolitique se met en place, et elle dépasse largement la seule question du pétrole. Ce qui évolue, c'est la perception globale du risque sur toute une région. Le Moyen-Orient, et notamment des pays comme Dubaï, Oman ou le Qatar, n'étaient plus seulement perçus comme des zones énergétiques, mais comme des pôles touristiques et culturels (le Louvre Abu Dhabi), immobiliers, commerciaux et logistiques majeurs, et même depuis peu de grands data centers. Lorsqu'une région attire des touristes, des croisières, des sièges d'entreprises et des dépenses de luxe, c'est qu'elle est considérée comme stable. Si cette stabilité est remise en cause, une prime de risque durable s'installe mécaniquement.

Cette redécouverte géoéconomique ne se limite d'ailleurs pas au pétrole. La crise révèle à quel point le monde dépend de cette région pour de nombreuses ressources moins visibles. Une part significative des engrais mondiaux, entre 30 et 40%, y transite. Le Qatar joue également un rôle majeur dans la production d'hélium, indispensable aux semi-conducteurs. La région est aussi un producteur important de soufre, nécessaire à la fabrication d'acide sulfurique, lui-même essentiel à la production de cuivre, matériau clé pour l'électrification et donc les datacenters. Au-delà du pétrole, c'est donc toute une architecture géoéconomique qui réapparaît brutalement.

En définitive, la réponse est bien double : il existe à la fois un choc d'offre potentiellement durable, lié aux délais techniques et logistiques, et une prime géopolitique qui s'installe à mesure que le monde redécouvre sa dépendance structurelle à cette région. D'ailleurs, au-delà des cours « spot » (livraison immédiate) du pétrole qui sont à 100 dollars environ, les cours à termes pour les prochains mois se sont stabilisés autour des 80 USD soit en dessous des niveaux actuels, traduisant ainsi une anticipation de désescalade, mais au-dessus des 60 USD que nous connaissions fin 2025 dans un monde débordant de pétrole ! [...]

Justement, au-delà de la théorie, que disent les marchés de cette situation ?

Pour dépasser une approche purement théorique, il est nécessaire d'observer ce que les marchés intègrent réellement. L'idée centrale est que les marchés actions ne sont pas toujours les plus pertinents pour analyser ce type de situation. Ils réagissent souvent de manière plus immédiate et émotionnelle, parfois au détriment de l'analyse, un peu comme il y a quelques semaines en vendant sans trop réfléchir (« Sell first, Think after ») tout ce qui pouvait être disrupté par l'IA. Pour une lecture plus fine, il convient plutôt de se tourner vers les marchés obligataires.

Ces derniers offrent en effet une information plus structurée sur les anticipations macroéconomiques, notamment à travers la distinction entre taux courts et taux longs. Les taux courts, très sensibles aux politiques monétaires, montrent un retournement clair des anticipations. Alors que les marchés anticipaient récemment des baisses de taux, notamment en Europe et aux États-Unis, ils envisagent désormais des hausses potentielles. Ce changement traduit le retour d'un risque inflationniste.

Les taux longs apportent une lecture encore plus riche. Dans un premier temps, ils ont baissé, reflet d'un mouvement classique de fuite vers la qualité (« Fly to quality »). Mais cette baisse a été suivie d'une remontée, signe que les investisseurs commencent à intégrer une dimension plus durable du choc. Ce type de mouvement suggère que les marchés anticipent désormais des effets inflationnistes persistants et élargis (au-delà du pétrole) susceptibles de modifier la trajectoire macroéconomique.

Les marchés obligataires envoient ainsi un signal relativement clair : ils ne perçoivent plus la situation comme un simple épisode passager, mais comme un phénomène susceptible de s'inscrire dans le temps. En ce sens, ils valident déjà en partie l'idée d'une prime de risque plus durable.

À partir de quel niveau de prix du pétrole peut-on envisager un effet récessif sur la macroéconomie ?

La question est légitime, mais la réponse est plus nuancée qu'il n'y paraît. Il ne s'agit pas seulement d'un niveau de prix, mais aussi - et surtout - d'une question de durée. Certes, le pétrole est passé depuis le début de l'année, d'environ 60 dollars à près de 100 dollars, soit une hausse de plus de 60%, ce qui constitue un mouvement extrêmement significatif. Pourtant, au-delà du niveau, c'est la vitesse, l'ampleur et surtout la durée de cette hausse qui comptent.

Un tel mouvement ne peut être neutre. Il a nécessairement des conséquences. Mais le point essentiel est ailleurs : ce n'est pas uniquement « combien », mais « combien de temps ». Une hausse brève peut être absorbée par l'économie. En revanche, une hausse prolongée devient progressivement récessive.

Un pétrole à 100 ou 110 dollars pendant quelques semaines reste gérable. Sur plusieurs mois, la situation change radicalement. De la même manière, un pic ponctuel à 150 dollars, aussi violent soit-il, peut être digéré s'il est très bref. En revanche, un niveau élevé durable modifie profondément les équilibres économiques.

C'est cette incertitude sur la durée qui empêche d'identifier un seuil précis. Il n'existe pas de niveau magique à partir duquel tout bascule. La bonne grille de lecture est probabiliste : plus le niveau est élevé et plus la durée est longue, plus le risque récessif augmente.

Pour nous rassurer, rappelons-nous que si en 2025 le pétrole évoluait plutôt autour de 60 USD, le niveau médian de 2015 à 2025 était plutôt à 70 USD avec un dollar plus fort en plus. Nos économies savent donc évoluer avec un baril durablement entre 70 et 80 USD.

Faut-il donc regarder davantage la durée que l'intensité du choc ?

Oui, clairement. La durée compte davantage que l'intensité ponctuelle. En d'autres termes, un choc brutal mais bref peut encore être absorbé, tandis qu'un choc moins spectaculaire mais prolongé peut devenir bien plus dangereux.

La raison est simple : au-delà de l'effet immédiat du prix du pétrole, plus le temps passe, plus les effets indirects se déploient. Et ce sont précisément ces effets de second tour qui peuvent, à terme, devenir les plus puissants. Les anticipations d'inflation commencent d'abord à s'installer. Les entreprises, les industriels et les consommateurs intègrent progressivement dans leurs comportements l'idée que les prix resteront durablement élevés. Cet ancrage des anticipations constitue un mécanisme central. Plus l'inflation anticipée s'enracine, plus les banques centrales et les marchés obligataires réagissent, et plus les taux ont tendance à monter.

Or, lorsque les taux montent, la question dépasse immédiatement le seul pétrole. C'est alors l'investissement, l'immobilier, la valorisation des actions et la richesse financière des ménages qui se trouvent affectés. Le pétrole devient ainsi le point de départ d'un enchaînement beaucoup plus large. D'ailleurs il y a une distinction particulièrement éclairante entre l'inflation réelle, celle qui est mesurée par les différents indices (ex PPI, CPI, etc.), et l'inflation ressentie. Les consommateurs ne raisonnent pas comme les statisticiens. Il peut exister une inflation relativement modérée dans les données officielles, mais si quelques biens très visibles du quotidien flambent, alors le ressenti inflationniste devient extrêmement fort. Or, dans la situation décrite, il ne s'agit pas seulement du pétrole. Si les engrais deviennent plus chers au moment des semis, alors les céréales, le maïs, le pain, en somme tout un pan très concret de la vie quotidienne, peut être touché. Même si cela ne représente qu'une partie du panier statistique, il s'agit d'une partie visible, sensible et psychologiquement marquante de la consommation.

C'est précisément pour cela que la durée du choc importe davantage que son niveau instantané : elle laisse le temps aux anticipations, aux taux, aux effets de second tour et au ressenti inflationniste de s'installer. [...]

Peut-on aussi craindre des effets politiques au-delà des effets économiques ?

Oui, et c'est un point essentiel. Une poussée d'inflation, surtout lorsqu'elle touche les dépenses les plus visibles et les plus essentielles des ménages, peut modifier les rapports de force politiques, peser sur les sondages, fragiliser des majorités et, par ricochet, changer la manière dont les marchés lisent la situation.

Il s'agit d'ailleurs d'un gros problème pour Donald Trump. Si l'inflation repart, si les électeurs se crispent et si les sondages se dégradent, cela peut remettre en cause certains équilibres institutionnels, y compris la majorité dans les deux chambres. À partir de là, les marchés doivent modifier leur lecture et donc leurs anticipations.

Ils ne valorisent plus seulement un scénario pétrolier ou inflationniste ; ils doivent aussi intégrer l'hypothèse d'un basculement politique.

Nous pouvons prendre l'image de l'effet papillon : on touche un point précis du système, et les conséquences se propagent bien au-delà de leur point de départ. Autrement dit, un choc énergétique peut devenir macro-économiquement récessif ou *stagflationniste* non seulement par son impact direct sur les coûts, mais aussi par ses effets indirects sur les taux, sur le comportement des consommateurs et sur les équilibres politiques.

L'effet est-il le même partout dans le monde, ou certaines régions sont-elles plus exposées que d'autres ?

L'effet n'est absolument pas homogène. Au contraire, les premiers touchés sont souvent les pays les plus fragiles, notamment dans le monde émergent. Des exemples concrets peuvent être cités, comme le Vietnam ou le Bangladesh. Ce sont des économies déjà très tendues, qui ne disposent ni de grandes infrastructures pétrolières, ni de grandes capacités de stockages, et dans lesquelles le carburant constitue un bien de survie quotidienne. Lorsqu'on limite l'achat d'essence à quelques litres, cela ne perturbe pas seulement les transports : cela affecte directement la capacité des populations à travailler, à circuler et, plus largement, à vivre normalement.

Des différences importantes apparaissent également entre pays développés, selon leur mix énergétique, l'ampleur de leurs réserves et la structure de leur économie. Un pays doté d'un parc nucléaire significatif, comme la France, n'est pas exposé de la même manière qu'un pays plus dépendant du pétrole ou du gaz importé. De même, certains États disposent de réserves stratégiques plus importantes que d'autres, ce qui modifie leur capacité d'amortissement.

Concernant le détroit d'Ormuz : seule une part relativement limitée du pétrole qui y transite est destinée à l'Europe et aux États-Unis. Une part importante des flux part surtout vers l'Inde, l'Asie et la Chine. Il serait donc excessif de présenter la situation comme si l'Europe risquait soudainement de « ne plus avoir de pétrole ». En revanche, l'Europe demeure exposée à d'autres dimensions du problème, notamment en matière d'engrais, de soufre ou de produits intermédiaires et raffinés.

La Chine apparaît enfin comme un cas particulier. Elle est fortement concernée par les flux de la région, mais elle dispose de réserves considérables, de l'ordre de 1,4 milliard de barils, soit environ 140 jours de l'intégralité de sa consommation, soit environ 10 à 15 j de la consommation mondiale de pétrole. Elle peut donc absorber un choc plus longtemps que d'autres acteurs. En revanche, elle pourrait réagir sur un autre terrain, par exemple en limitant certaines exportations d'essence et de diesel, ce qui déplacerait alors le problème du brut vers les produits raffinés. Et l'on voit ici apparaître un nouvel effet domino : on ne parle plus seulement de pétrole brut, mais de raffinage, puis de capacités industrielles, puis de secteurs entiers dépendants de ces produits.

À partir de quelle durée la situation devient-elle vraiment critique ?

Là encore, la réponse demeure prudente, car personne ne peut avancer une date précise. Si une telle situation devait durer entre un et deux mois, alors des problèmes sérieux commenceraient à apparaître presque partout, même si leur nature varierait selon les pays.

Certains seraient confrontés avant tout à des pénuries d'essence raffinée. D'autres subiraient surtout un choc sur les engrais. D'autres encore seraient atteints à travers des produits dérivés du pétrole, comme les plastiques semi-transformés utilisés dans l'industrie automobile. Le véritable danger tient au fait qu'à mesure que le temps passe, chaque pays et chaque secteur finit par buter sur un maillon particulier de la chaîne. Ce ne sera pas nécessairement le pétrole brut lui-même, mais un intrant, un dérivé ou une étape de transformation.

Il ne faut surtout pas réduire l'analyse au seul pétrole. Avec le temps, ce sont tous les produits et intrants liés à cette zone qui deviennent des foyers de tension. C'est pourquoi la durée constitue le véritable seuil critique. Au-delà d'un mois, la situation devient déjà très délicate. Ensuite, les problèmes d'approvisionnement tendent à se multiplier par couches successives.

Peut-on préjuger de cette durée ?

A ce stade, cela me paraît très difficile. Ce que l'on peut dire c'est qu'en raison des enjeux politiques américains, les élections de mi-mandat, et surtout la date symbolique du 4 juillet, correspondant au 250^{ème} anniversaire de l'indépendance des États-Unis, Donald Trump ne peut pas se présenter à un tel moment historique enlisé dans une guerre impopulaire. Cela crée un cadre temporel et politique susceptible d'influencer ses décisions.

Un président américain engagé dans un conflit sans autorisation explicite du Congrès ne peut pas durablement s'installer dans cette situation sans contrainte institutionnelle. Il existe donc là aussi une borne temporelle implicite.

Rappelons en effet que les États-Unis sont entrés en Guerre sans que le Congrès n'ait été consulté. La « War Powers Resolution » inscrite dans la constitution en 1973 impose au Président des États-Unis une limite de 60 jours pour des opérations militaires sans autorisation formelle du Congrès ! [...]

Les États ont-ils les moyens de calmer le jeu, notamment en libérant leurs réserves stratégiques ?

Oui, les États disposent bien d'un levier en libérant des stocks stratégiques. Mais il existe souvent une confusion entre l'annonce politique et la réalité physique des flux.

Lorsqu'un gouvernement annonce la libération de réserves, cela ne signifie pas que, dès le lendemain matin, le pétrole sera disponible partout. Il faut des décrets, des contrats, des moyens de transport, une coordination logistique. Même dans un pays très organisé comme les États-Unis, cela demande du temps. On évoque un délai historique d'environ treize jours entre la décision et le début effectif des livraisons, puis à un délai supplémentaire avant que le produit n'atteigne réellement le consommateur final.

Or, dans le même temps, si le détroit d'Ormuz est bloqué, ce sont environ 20 millions de barils par jour qui disparaissent du marché. Le raisonnement est alors saisissant : si on libère 400 millions de barils, mais qu'il faut quinze à vingt jours pour qu'ils arrivent effectivement, le manque cumulé a déjà absorbé cette quantité durant l'intervalle. Autrement dit, les réserves ne règlent pas le problème ; elles en amortissent temporairement les incidences.

Il existe donc un effet d'annonce, qui peut soulager les marchés à court terme, mais les professionnels savent parfaitement que cela ne suffit pas. Le marché pétrolier est un marché extrêmement technique. Les annonces politiques ont un impact psychologique ; la réalité matérielle des flux, elle, obéit à ses propres délais. C'est pourquoi il faudra sans doute s'habituer, au moins pendant un certain temps, à vivre avec un pétrole cher.

Rappelons une fois encore que si un pétrole à 100 dollars est douloureux, il ne faut pas oublier que les économies ont déjà vécu pendant de longues périodes avec un baril situé entre 70 et 80 dollars, sans effondrement généralisé. Tout niveau supérieur à 60 dollars n'est donc pas immédiatement synonyme de catastrophe. Il faut replacer cela dans une perspective historique plus large.

Le régime de volatilité observé sur les marchés financiers doit-il inquiéter ?

Pour l'heure, je répondrais par la négative, nous ne sommes pas encore dans une phase de panique véritable. La volatilité a certes remonté, mais il faut rappeler le point de départ. Pendant les deux ou trois dernières années, les marchés ont évolué dans un environnement de volatilité anormalement basse. Une image à donner peut-être celle du rythme cardiaque : un marché « normal » afficherait une volatilité comparable à un rythme de 70 ou 80 battements, alors que, récemment, il fonctionnait presque au ralenti, avec un rythme proche de 40. Ce n'était pas réellement sain, mais c'était devenu la norme.

Dans ce contexte, lorsque la volatilité remonte de 15 à 30 ou 35, le mouvement impressionne visuellement. Pourtant, dans l'absolu, on ne se trouve pas encore dans des niveaux de panique. Lors des véritables épisodes de stress extrême, la volatilité tend à se diriger vers 50 ou 55. Ici, elle traduit un stress réel, mais pas une désorganisation générale des marchés (dans ce cas c'est 80 et plus).

Il est opportun de regarder d'autres indicateurs de tension. L'or n'a pas explosé. Le bitcoin non plus. Les taux longs ont d'abord baissé avant de remonter. Tout cela confirme que l'on n'est pas face à un mouvement univoque de panique.

Observe-t-on aujourd'hui un véritable mouvement de « risk-off », c'est-à-dire une fuite généralisée hors du risque ?

Pas encore, du moins pas au sens fort du terme sinon les marchés actions auraient davantage décroché. Or, après une dizaine de jours de guerre, les grands indices régionaux des pays développés affichent des baisses modérées. Certes, ces indices étaient plus hauts auparavant et ils ont corrigé, mais ils restent à des niveaux élevés. Les valorisations demeurent d'ailleurs toujours élevées.

En revanche, les arbitrages ont été nombreux. Les investisseurs ne fuient pas massivement les marchés, mais ils reconfigurent leurs expositions. Le scénario de début d'année reposait sur un dollar plus faible, une préférence pour les marchés émergents et pour l'Europe, ainsi qu'une certaine réserve vis-à-vis de la technologie américaine jugée chère.

Puis la guerre et le rebond du dollar ont bouleversé cette lecture. Les marchés émergents, qui bénéficiaient d'un dollar faible, ont été pénalisés. L'Europe, plus exposée à certains chocs énergétiques, a été reconsidérée. Et les États-Unis, avec leur pétrole, leur dollar fort et une partie de leur technologie redevenue refuge, ont retrouvé de l'attractivité.

Il ne s'agit donc pas d'un « risk-off » pur, mais plutôt d'un vaste repositionnement.

Dans ce type de configuration, peut-on déjà identifier des secteurs gagnants ?

Intuitivement, la réponse semble positive. On pense spontanément à l'énergie, aux utilities, à la défense, au transport maritime ou à certaines activités logistiques. Dans l'immédiat, ces thématiques s'imposent naturellement à l'esprit.

Les valeurs pétrolières peuvent profiter de la hausse du brut. Les utilities, déjà bien orientées dans certains pays comme l'Allemagne, l'Italie ou l'Espagne, peuvent poursuivre leur progression. Les sociétés de transport maritime peuvent également répercuter des hausses de tarifs unitaires. On peut aussi songer à certains cas plus spécifiques, notamment dans l'univers des engrais.

Mais il faut faire attention à ce qui pourrait apparaître comme des évidences trop faciles. Certaines thématiques semblent gagnantes de manière évidente, mais elles sont déjà massivement présentes dans les portefeuilles. C'est notamment le cas de la défense. Si tout le monde détient déjà ces valeurs parce qu'elles étaient perçues comme gagnantes avant même le conflit, alors « l'acheteur marginal » (une notion très importante en Bourse) devient rare. L'idée peut être juste, mais elle est déjà largement intégrée dans les prix et surtout les portefeuilles. [...]

L'exemple de Rheinmetall illustre ce phénomène. Le titre a été tellement porté par les anticipations antérieures que, malgré le contexte géopolitique, il ne progresse pas forcément de manière spectaculaire au moment du choc. Le même raisonnement vaut pour l'or : lorsque tout le monde a déjà acheté une protection, il ne reste plus beaucoup d'acheteurs nouveaux (l'acheteur marginal) pour faire monter davantage les prix.

Même les valeurs pétrolières ne s'envolent pas autant qu'on pourrait le croire, car les investisseurs raisonnent déjà à l'étape suivante : si un pétrole cher finit par provoquer un ralentissement, voire une récession, alors la demande d'énergie finira elle aussi par reculer. En somme, même dans les secteurs qui paraissent naturellement gagnants, la prudence reste de mise.

Peut-on alors dire que certains secteurs qui paraissaient fragiles redeviennent paradoxalement attractifs ?

Oui, et c'est précisément ce qui rend la lecture du marché si contre-intuitive. Comme évoqué, avant le conflit, le trio gagnant était plutôt constitué des émergents, de l'Europe, et d'une moindre appétence pour certaines technologies américaines considérées comme trop chères. Après le choc, la lecture s'inverse largement.

Ce ne sont pas nécessairement la défense ou l'énergie qui concentrent l'essentiel des flux, mais davantage les actifs en dollars et une partie de la technologie américaine, redevenue refuge en raison de sa visibilité. Le dollar remonte, les investisseurs recherchent du dollar, et avec lui des actifs américains.

Dans cette logique, certaines grandes technologies peuvent apparaître plus rassurantes que des paris jugés trop évidents sur l'énergie ou la défense, déjà largement surachetées.

Il s'agit là de la lecture des flux de marché, et non d'une recommandation absolue. Mais c'est ce que les mouvements observés semblent raconter : l'intuition de l'épargnant n'est pas toujours celle de la Bourse.

Faut-il donc éviter de se précipiter sur les thématiques les plus évidentes ?

Oui, très clairement. L'épargnant voit le prix à la pompe monter, entend parler de guerre, de pétrole, de missiles, et en déduit spontanément qu'il faut acheter du pétrole, de la défense ou de l'or. Or les marchés ne fonctionnent pas nécessairement selon cette logique directe mais dans des relations inter-marchés plus complexes notamment liées au taux et aux devises qui sont des éléments d'arbitrages, de valorisation, et des courroies de transmissions entre marchés.

Le parallèle avec le Covid est, à cet égard, particulièrement éclairant. Pendant la pandémie, il ne fallait pas acheter la Bourse au moment où la vaccination de masse devenait visible. Il fallait acheter au moment où le marché comprenait qu'un vaccin existait, donc bien avant la normalisation concrète de la situation. Entre la découverte du vaccin et sa diffusion à grande échelle, beaucoup de temps s'est écoulé, mais la Bourse, elle, avait déjà anticipé.

Le raisonnement est identique ici. Les marchés peuvent très bien commencer à sortir des faux gagnants de guerre dès les premiers signes de cessez-le-feu, de négociations ou d'amélioration diplomatique, alors même que l'actualité générale restera encore anxiogène. Le danger, pour un investisseur particulier, est donc de réagir trop tard, en achetant les thèmes les plus évidents au moment où ils sont déjà intégrés, puis de les conserver alors que le marché est déjà en train de préparer l'étape suivante.

Peut-on identifier des perdants plus clairement que des gagnants ?

Oui, probablement. Les premiers à souffrir sont évidemment les économies émergentes les plus fragiles ou sensibles à l'énergie fossile, notamment en Asie, car elles subissent immédiatement les restrictions d'approvisionnement.

À l'échelle des marchés, les perdants potentiels sont également les secteurs liés au consommateur, surtout si l'inflation ampute le pouvoir d'achat. Si les ménages doivent absorber une hausse du carburant, puis éventuellement une hausse de l'alimentaire, ils réduiront leurs dépenses non essentielles : le luxe, le tourisme, la consommation discrétionnaire, l'automobile et les spiritueux. Ce sont autant de postes que l'on peut repousser, arbitrer ou réduire.

Viennent ensuite les secteurs très énergivores ou cycliques. Si la hausse de l'énergie se prolonge et si le risque de récession se renforce, alors les matériaux, la construction, les valeurs industrielles lourdes, les aciéristes ou les cimentiers deviennent particulièrement vulnérables. D'ailleurs plusieurs de ces titres avaient déjà beaucoup progressé et pourraient donc se retrouver fortement exposés si le scénario de ralentissement finit par s'imposer.

Mais là encore, tout dépend du facteur temps. C'est toujours lui qui verrouille l'analyse. Plus le conflit dure, plus ces perdants se dessinent nettement.

Quel type de positionnement semble le plus adapté dans le contexte actuel ?

Une position assez prudente. Il n'y a pas de liste miracle de valeurs. L'idée principale est qu'il vaut mieux disposer d'un portefeuille équilibré, rester diversifié et conserver du cash ou du monétaire.

Pourquoi privilégier du cash ? Parce que, dans la configuration actuelle, dans cette phase initiale du choc, les refuges traditionnels ne jouent pas leur rôle de manière parfaitement lisible. L'Or ne s'impose pas clairement, le bitcoin non plus, les obligations restent difficiles à interpréter, et les matières premières ne constituent pas non plus un refuge simple.

Dans ce contexte, ce que recherchent de nombreux investisseurs internationaux, c'est avant tout de la liquidité. D'où l'attrait pour le monétaire, en dollars ou en euros. C'est une solution élémentaire, mais robuste qui donne le temps de la réflexion sans stress. [...]

Les banques centrales peuvent-elles encore soutenir les marchés dans une telle configuration ?

C'est précisément l'un des problèmes majeurs : non, pas vraiment, du moins pas comme lors des précédents épisodes de ralentissement. Pendant des mois, voire des années, les marchés ont vécu selon le schéma du « bad news is good news » : une mauvaise nouvelle économique était interprétée positivement parce qu'elle augmentait la probabilité de baisses de taux. Ici, ce schéma ne fonctionne plus.

Pourquoi ? Parce que la mauvaise nouvelle est désormais inflationniste. Une hausse du pétrole, des coûts logistiques, des engrais ou des intrants n'est pas une mauvaise nouvelle qui appelle un soutien monétaire rapide. C'est au contraire une mauvaise nouvelle qui complique profondément la tâche des banques centrales. Elles se retrouvent confrontées à un choc d'offre inflationniste. Les marchés passent ainsi, d'un univers « bad news is good news » à un univers « bad news is bad news ».

Le déplacement des anticipations de taux le montre très clairement. Aux États-Unis, certains investisseurs anticipaient encore deux ou trois baisses de taux ; ils en sont venus à envisager zéro baisse, voire des hausses. En Europe, le même basculement se produit. Les banques centrales sont donc coincées. Si elles baissent leurs taux, elles alimentent potentiellement l'inflation. Si elles ne font rien, elles laissent les marchés sans véritable filet de sécurité.

Le problème des Banques Centrales et particulièrement de la FED qui est en retard dans la baisse des taux par rapports aux autres, c'est qu'avec cette guerre et toutes les conséquences évoquées ci-avant, elle vient de rentrer dans un « triangle impossible » : ainsi, elle ne peut pas baisser ses taux, mais elle ne peut pas les monter non plus et elle ne peut pas ne rien faire !!

Le problème est d'autant plus sérieux que les marchés étaient déjà chers avant même l'apparition de ce nouveau choc. On ajoute donc des incertitudes nouvelles à des valorisations déjà tendues, sans pouvoir compter sur un soutien monétaire rapide. Cela fragilise naturellement l'ensemble.

Faut-il avoir les yeux rivés uniquement sur l'actualité du conflit ?

Non, absolument pas. Se focaliser exclusivement sur cette actualité présente deux dangers majeurs.

Le premier consiste à devenir excessivement réactif aux déclarations, notamment à celles du Président Américain, dont la communication est décrite comme particulièrement changeante. À force d'acheter sur chaque bonne nouvelle et de vendre sur chaque mauvaise, on finit par suivre les fluctuations de l'actualité sans véritable cohérence stratégique.

Le second danger est d'oublier que d'autres sujets continuent d'exister en parallèle : notamment les tarifs américains, qui ont disparu du radar médiatique en raison du conflit, mais qui n'ont pas disparu dans les faits.

Autrement dit, regarder uniquement le conflit, c'est risquer de manquer tout le reste du paysage.

Justement dans le reste du paysage, vous avez à l'esprit un autre risque important, lié à la liquidité, au *private equity* et à la dette privée ?

C'est ici qu'intervient l'idée selon laquelle un train peut en cacher un autre. Le conflit visible accapare toute l'attention, mais sous cette actualité immédiate, d'autres tensions commencent à émerger notamment dans le domaine du *private equity* et de la dette privée.

Le problème tient au fait que de nombreux investisseurs, y compris des particuliers aux États-Unis, ont été exposés à des produits investis dans le non coté et dans la dette privée, souvent avec l'idée qu'ils pourraient récupérer leur argent relativement facilement. Or l'on redécouvre ici une évidence fondamentale : du non coté, par définition, n'est pas liquide. Tant que peu de personnes demandent à sortir, le système tient. Mais lorsque beaucoup veulent vendre en même temps, la liquidité supposée disparaît. C'est ce qui est en train de se passer.

Certains grands acteurs, comme BlackRock, commencent à bloquer des rachats. Cela rappelle immédiatement certaines dynamiques observées lors d'autres crises. Pourquoi cette montée des demandes de sortie ? Parce qu'une grande partie de ces actifs est investie dans des sociétés de software, de technologie et de logiciels, et que l'irruption de l'intelligence artificielle fait craindre une disruption massive de ces modèles. Or, si même les grandes valeurs cotées du secteur chutent fortement, on imagine aisément ce que cela peut impliquer pour les valorisations non cotées.

Le raisonnement des investisseurs devient alors le suivant : si ces actifs doivent être revalorisés à la baisse, mieux vaut sortir immédiatement. Mais le problème est que tout le monde peut former la même conclusion au même moment. C'est précisément à cet instant que surgit le risque. On retombe sur une logique de ruée vers une liquidité qui n'existe pas réellement. C'est un risque comparable, dans son principe, à celui des subprimes de nature à inquiéter autant que 2007-2008, même si précisons que nous ne sommes pas, a priori, dans les mêmes métriques. Mais vous ne pouvez pas empêcher toutes une génération d'investisseurs particuliers et professionnels qui ont connu cette crise majeure de faire un parallèle et de remonter le niveau de vigilance et donc vouloir abaisser leurs risques et donc leurs expositions sur ce thème.

Et il ne s'agit pas d'un problème isolé, car ces répercussions peuvent toucher ensuite les banques, les gestionnaires d'actifs et tous les acteurs exposés à ces marchés. Des expositions importantes commencent d'ailleurs à apparaître ici ou là. Autrement dit, derrière la partie émergée et visible qu'est la guerre, il existe peut-être une partie immergée plus importante : celle d'un problème de liquidité et de valorisation dans tout un segment de la finance non cotée. [...]

En résumé, quel est le message central à retenir pour un investisseur ?

Le message central est qu'il faut résister aux lectures trop simples. Le choc en cours est à la fois énergétique, géopolitique, inflationniste, logistique, politique et potentiellement financier au sens large. Il ne se réduit ni au prix du pétrole, ni à une réaction immédiate de quelques secteurs boursiers.

La clé de lecture principale reste la durée : plus le choc se prolonge, plus ses effets deviennent profonds, indirects et diffus. À court terme, on observe du stress, mais pas de panique. Les marchés arbitrent, se repositionnent et recherchent avant tout de la liquidité. Les faux gagnants sont nombreux, les évidences peuvent être trompeuses, et les banques centrales ne sont plus en mesure d'offrir aussi facilement qu'autrefois un filet de sécurité.

Dans ce contexte, la prudence, la diversification et la capacité à conserver du recul, sans se laisser enfermer par l'actualité immédiate, apparaissent comme les attitudes les plus raisonnables. D'autant plus qu'au-delà du conflit visible, d'autres fragilités, plus profondes et peut-être plus dangereuses, semblent déjà en train de se former.

AVERTISSEMENT

Cette interview ne doit en aucun cas s'apparenter à une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. Elle n'a aucune valeur contractuelle et ne constitue en aucun cas un conseil en investissement.

Ni Easybourse ni Cogefi Gestion ne sauraient être tenus responsables d'une décision d'investissement ou de désinvestissement sur la base de cette interview. Le placement en bourse est soumis aux fluctuations et aux aléas des marchés financiers. Il comporte un risque de perte en capital.

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne constituent en rien une garantie de performances à venir.

Imen Hazgui