

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Des guerres ? Quelles guerres ?

Comment se fait-il que la guerre en Iran et avec l'Iran ne se soit pas marquée par une chute des bourses ? Telle est la question qui domine aujourd'hui dans le monde de l'investissement financier. Pour chercher à y répondre, il faut se demander ce qui détermine – ou « ce qui drive » - l'évolution de ces marchés. Viennent à l'esprit 3 facteurs déterminants.

Le premier, le plus structurel, sont les perspectives de croissance économique. Dans la durée, la bourse évolue de concert avec les profits des entreprises cotées et les profits des entreprises cotées évoluent de concert avec l'économie mondiale. Le deuxième sont les anticipations en matière de taux d'intérêt réels. Nous l'avons vécu encore en 2022, une hausse des taux d'intérêt est une mauvaise nouvelle pour les bourses. Le troisième est le climat général des affaires. La confiance soutient et l'investissement et la consommation, donc la méfiance et les inquiétudes sont néfastes. En termes techniques, celles-ci font monter la prime de risque et baisser les valorisations des actifs financiers.

A l'aune de ces trois facteurs, la nouvelle guerre du Golfe aurait dû plomber la bourse :

- Qu'elle pèse sur l'activité économique est indéniable. Le Fonds Monétaire International vient d'abaisser sa prévision de croissance du PIB mondial pour l'année en cours, après inflation, de 3,3% à 3,1%, sur la base d'un scénario d'évolution du conflit qui peut être qualifié d'optimiste ;
- Que l'inflation ait réaccélééré et que les attentes de taux d'intérêt aient été revues à la hausse est patent ;
- Et avancer que le climat s'est dégradé, même s'il y avait déjà des tensions géopolitiques fortes avant les bombardements sur l'Iran, est enfoncer une porte ouverte.

Incidemment, un quatrième élément aurait dû tirer les indices boursiers vers le bas, lui sans lien direct avec la guerre, à savoir la technologie. Plus précisément, la révision à la baisse des effets à large échelle et dans la durée à attendre de l'intelligence artificielle en termes de profitabilité globale des entreprises aurait dû, a priori, accentuer la baisse des indices boursiers. Nous n'aborderons pas ce quatrième élément ici, mais rappelons simplement une vérité déjà été éprouvée au milieu du XIXème siècle, à l'époque du déploiement du chemin de fer en Angleterre. Cette révolution industrielle et sociale a eu beau avoir des effets macroéconomiques durables, elle a généré des attentes financières extrêmement fortes, qui n'ont pu, ensuite, qu'être revues à la baisse.

Comment se fait-il donc que, malgré les facteurs susmentionnés, la bourse est à fin avril plus haute qu'en début d'année, et non plus basse, comme on aurait pu le craindre. Comment expliquer cette déconnexion entre menaces sur l'approvisionnement en énergie et crainte pour la paix et la sécurité, d'une part, et bourse insouciant, d'autre part. La bourse voit-elle au-delà des vicissitudes internationales de court terme ou est-ce, elle, qui est sourde et myope ?

### *Un choc macroéconomique, oui mais limité*

Le premier élément est que, à ce jour, les dégâts en termes de croissance, d'inflation et de taux d'intérêt sont limités. Oui, le FMI a abaissé de 0,2 point de pourcentage sa prévision mondiale pour 2026, mais ce n'est que 0,2 point. De plus, le FMI a maintenu inchangée la prévision pour 2027. L'Iran ne pèse pas grand-chose comme économie, et même comme exportateur d'énergie fossile il est dispensable. Ce qui est plus inquiétant, ce sont les destructions de capacités de production, de transformation et de transport de cette énergie dans l'ensemble de la région du Golfe, destructions aujourd'hui et possibles destructions demain.

Il est évidemment difficile de faire une prévision, qui ne serait qu'un pronostic. Souvenons-nous de cette sagesse trop sévère qui veut que faire une prévision est entretenir une illusion et donc tromper parce que, par nature, nous ne savons pas de quoi demain sera fait. Entre un Détroit d'Ormuz comme avant et un Détroit d'Ormuz totalement fermé pour encore des mois, cela fait une fameuse différence. La capacité militaire iranienne a certainement été largement amputée, mais il est impossible de jauger des capacités restantes, et plus encore dans une guerre qui a vu apparaître de nouveaux types d'armes, aux coûts de production faibles.

La remontée de l'inflation globale est, encore à ce jour, modérée. Cela tranche avec 2022 et la nouvelle invasion de l'Ukraine par la Russie. A l'époque, le prix du gaz avait été multiplié par un coefficient allant de 5 à 20. On est pour l'instant loin du compte. Par ailleurs, nous sortions alors de la Covid, avec des ménages disposant d'une épargne additionnelle involontaire, du fait de l'incapacité à dépenser, notamment en loisirs extérieurs. Cette situation était de nature à gonfler la demande et donc les prix. De plus, les politiques budgétaire et monétaire étaient alors particulièrement accommodantes.

Deux autres éléments comparatifs doivent encore être ajoutés. Premièrement, par rapport aux années 70 et aux deux chocs pétroliers d'alors, en 1973-1974, puis à la fin de la décennie, l'intensité énergétique du PIB mondial a chuté de moitié, grâce à des effets de composition dans l'activité mondiale, à une meilleure efficacité énergétique et au développement des énergies renouvelables. Ces dernières, incidemment, viennent de dépasser en importance le charbon. Il n'y a pas que de mauvaises nouvelles ! Cela signifie que pour produire 1000 de valeur ajoutée, on a besoin de 50% de pétrole en moins. Dès lors, une même hausse des prix, et on en n'est pas là aujourd'hui, qu'il y a 50 ans aura moitié moins d'impact. Ensuite, la question de la production agricole se pose différemment. Si aujourd'hui comme en 2022, la montée du prix des engrais inquiète la filière agro-industrielle, il y a quatre ans s'ajoutait le spectre de la perte de production du « grenier du monde ».

## ***Vivent les taxes ?***

La sensibilité des prix à la consommation aux variations du cours du baril de pétrole a aussi diminué du fait de la fiscalité indirecte. En effet, les accises ne sont pas proportionnelles à la valeur du produit – en Belgique, il n’y a que pour le tabac où il y a des accises dites « ad valorem » – et donc elles n’ont pas augmenté du fait ces derniers temps du fait de la vive augmentation du prix du pétrole brut (il en va autrement pour la TVA, bien entendu, qui, elle, est proportionnelle). Ce faisant, les accises diluent, en pourcentage, la variation des prix.

Imaginons un prix hors TVA et accises de 0,5 EUR le litre, des accises de EUR 1 le litre et une TVA de 21%. En ignorant les coûts (transport, transformation, distribution, ...), cela donne un prix de EUR 1,5 le litre plus TVA, soit EUR 1,81 le litre. Si le prix du brut passe à 0,8 EUR, soit une hausse de 60%, le prix final devient EUR 1,8 plus TVA, soit EUR 2,18. Comparé à EUR 1,81, cela fait une hausse de 20%. C’est pourquoi, en pourcentage, la hausse des prix est plus forte pour le mazout ou le carburant des agriculteurs que pour le litre à la pompe à essence. Et pourquoi la hausse est plus marquée pour les carburants aux Etats-Unis qu’en Europe.

## ***Des profits préservés***

Si la bourse, et en particulier la bourse américaine, s’est montrée si peu sensible à la nouvelle guerre du Golfe, c’est aussi pour d’autres raisons. D’abord, les Etats-Unis, et ils représentent deux tiers de la capitalisation boursière mondiale, sont devenus exportateurs nets d’énergie. Quand le prix de l’énergie fossile augmente, c’est donc un enrichissement national. Bien sûr, celui-ci est loin d’être équitablement réparti, entre producteurs et consommateurs, et, de ce fait, même pour les Etats-Unis, la hausse des prix n’est pas une bonne nouvelle conjoncturelle, mais c’est quand même bien différent que pour un pays importateur net d’énergie.

Il y a aussi un effet de composition. Dans la capitalisation boursière, et ici aussi en particulier aux Etats-Unis, le secteur

technologique a pris un poids considérable : plus du tiers de la capitalisation. Or, les entreprises cotées sont inégales face à un choc énergétique. Au-delà des coûts de production différenciés entre secteurs, la mutation dans les poids sectoriels de la bourse a eu pour effet de réduire la sensibilité des profits agrégés à un choc énergétique. Une formule lapidaire serait de dire qu’en 2026 une remise en question de la profitabilité de l’intelligence artificielle a plus d’impact qu’un choc pétrolier. Ceci dit, l’IA est loin d’être immunisée par rapport aux coûts de l’énergie, elle qui, notamment avec ses « data centers », en est grande consommatrice !

Aujourd’hui, les bénéficiaires des grandes entreprises cotées restent plus que favorablement orientés, Etats-Unis en tête. Il en résulte une baisse des niveaux de valorisation tels que calculés par le ratio cours / bénéfice (« *price/earnings ratio* » en anglais). Cette baisse ne résulte pas d’une baisse des cours – puisque, comme indiqué ci-dessus, les cours ont progressé – mais d’une augmentation des cours moins rapide que la hausse des bénéfices attendus !

Un dernier élément doit encore être mentionné, et d’importance, pour comprendre les marchés. Ils ne nous disent jamais pourquoi ils montent et baissent, ni pourquoi ils ne bougent guère alors qu’il y a de grandes interrogations. On est réduit aux conjectures. Si l’une d’entre elles est que le scénario dominant sur le marché est une normalisation à brève échéance du trafic maritime, D. Trump y ayant un intérêt direct – les élections de mi-mandat s’approchent à grands pas –, une autre est que le marché table, en cas de glissade des marchés, sur le filet de sécurité que ne manqueraient pas de déployer les autorités en termes budgétaire, monétaire ou réglementaire. Ils l’ont fait, et abondamment, au fil des crises récentes, pourquoi cesseraient-elles de le faire ? A la question « Une guerre ? Quelle guerre ? », répondrait une autre question « *Un risque ? Quel risque ?* ».

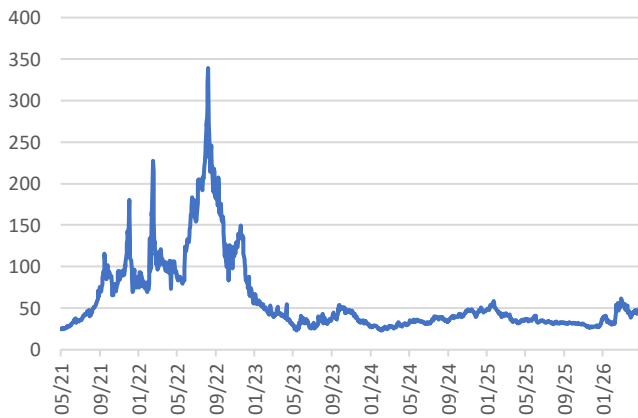
Etienne de Callatay – [etienne.decaltay@orcadia.eu](mailto:etienne.decaltay@orcadia.eu)

## ALLOCATION & STRATEGIE

### L'augmentation des prix de l'énergie reste relativement limitée

La « petite excursion », comme Trump avait qualifié la guerre qu'il a déclenchée il y a presque trois mois, s'avère finalement loin d'être une formalité. Comment expliquer que, malgré la fermeture du détroit d'Ormuz et les dommages causés à certaines installations, la hausse des prix du pétrole et du gaz reste, somme toute, relativement limitée ?

#### Explication du prix du gaz



Source: Bloomberg – prix du gaz en zone euro (Amsterdam futures)

Un premier élément qui joue dans l'évolution des prix du gaz est le moment du déclenchement de la guerre. En Europe, la **saison hivernale touchait à sa fin**, ce qui laisse du temps pour reconstituer les réserves. Par ailleurs, la production de **LNG au Moyen-Orient**, avec le Qatar comme principal exportateur — environ 80 milliards de m<sup>3</sup> par an — est importante, mais **moins volumineuse que les importations européennes de gaz russe avant la guerre en Ukraine**. En 2012, nous importions environ 150 milliards de m<sup>3</sup>. Le marché part du principe qu'une grande partie de cette capacité redeviendra disponible à relativement court terme. L'explication principale est probablement que **d'autres producteurs compensent ou compenseront une grande partie** de ce qui venait de cette partie-là du monde. Rien qu'en provenance des États-Unis, environ 25 milliards de m<sup>3</sup> de nouvelle production arrivent sur le marché mondial en 2026, soit bien plus que la capacité de production endommagée dans le Golfe, dont le retour à la disponibilité prendra probablement quelques années. Avant le déclenchement de la guerre, on craignait des excédents significatifs, la capacité de LNG aux États-Unis devant augmenter d'environ 100 milliards de m<sup>3</sup> d'ici 2030.

#### Explication du prix du baril

L'explication de la hausse relativement limitée des prix du pétrole est double : **une baisse de la demande et le recours aux réserves**. Bien que les estimations divergent, la plupart des acteurs du marché tablent sur **une perte nette de production pétrolière de 10 à 12 millions de barils par jour**. Le fait que ce chiffre soit inférieur au volume transitant auparavant par le détroit d'Ormuz s'explique par le fait qu'une partie limitée a été compensée par une production supplémentaire hors de la région du Golfe ainsi que par des redirections via des pipelines en Arabie saoudite et à Oman. Selon les analystes et traders il y a une **compression de la demande d'environ 4 à 5 millions de barils**. C'est surtout en **Asie** que la demande a diminué,

plusieurs pays limitant la consommation non essentielle et rationnant les carburants. **Le déficit restant, d'environ 7 millions de barils par jour, est couvert par les stocks** qui étaient heureusement à des niveaux historiquement élevés avant le déclenchement de la guerre. Depuis fin février, ceux-ci ont diminué de plus d'un demi-milliard de barils.

#### Les stocks de pétrole diminuent rapidement

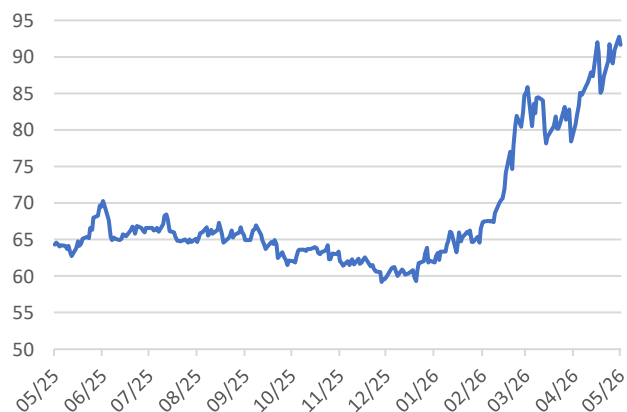
À l'exception de quelques pays, dont la Chine qui dispose encore de réserves importantes, les stocks évoluent rapidement vers des niveaux critiques. **L'impasse actuelle ne peut donc pas durer trop longtemps**. L'épuisement des stocks d'essence, de kérosène et de diesel pourrait autrement provoquer des flambées de prix. À un certain moment, **la baisse de l'offre devra être compensée par une diminution correspondante de la demande**. Avec la baisse significative de l'intensité pétrolière de nos économies au cours du dernier demi-siècle, la soi-disant élasticité-prix — la mesure dans laquelle la demande baisse lorsque les prix augmentent — a également fortement diminué. Les données historiques de l'OPEP montrent que, pendant le pic de la crise du coronavirus, la demande pétrolière a chuté d'environ 9,5 millions de barils par jour. **Il est clair qu'une telle réduction de la demande ne sera pas atteinte avec la hausse des prix du pétrole observée jusqu'à présent**.

#### Un cessez-le-feu n'est pas encore un accord de paix

Le fait qu'il y ait un cessez-le-feu est donc non seulement positif sur le plan humain, cela réduit également le risque de dommages supplémentaires aux installations et aux champs pétrolifères. **Les deux parties ont intérêt à la paix** : la hausse des prix de l'essence rend Trump impopulaire et les élections de mi-mandat approchent ; l'Iran souhaitera probablement éviter des destructions supplémentaires susceptibles de mettre le régime en danger. Mais le fait que les deux parties aient intérêt à la paix **ne signifie pas** pour autant **que le détroit d'Ormuz sera rouvert immédiatement**. Il est très clair que **l'Iran peut supporter davantage de souffrances économiques que Trump et peut donc attendre plus longtemps** avant de conclure un accord, ce qui renforce sa position de négociation. Les **exigences** des deux parties restent également à **des années-lumière l'un de l'autre**, et aucune ne peut véritablement se permettre de trop perdre la face. Il existe en outre **une profonde méfiance entre les deux camps**, et le fait que Trump ait bombardé l'Iran à deux reprises en un an alors même que des négociations étaient en cours n'est évidemment pas de nature à inspirer confiance.

#### ... mais un accord partiel est à espérer...

La complexité des négociations rend **peu probable un accord de paix global à court terme, mais nous pouvons espérer un accord partiel permettant la réouverture du détroit d'Ormuz**. Même dans ce cas, **une prime de risque sur les prix du pétrole semble probable**, Trump étant notoirement volatil et l'Iran pouvant rapidement fermer le détroit via une guerre asymétrique. Cela se reflète dans les prix des futures pour décembre 2026, qui oscillent autour de 90 dollars.



Source: Bloomberg – Prix de pétrole à livrer en décembre (future market)

### ... avec des prix élevés pendant une période prolongée

Il est fort probable que nous restions pendant une période prolongée au-dessus du niveau des prix d'avant-guerre. **Les stocks consommés devront être reconstitués, voire augmentés**, et la surcapacité n'est pas telle que cela puisse se faire en quelques mois. En outre, il est **probable qu'une prime de risque continue d'être intégrée** dans les prix pendant encore un certain temps.

### Augmentation de l'inflation

Les premiers effets de la hausse du prix du pétrole se sont déjà traduits par **une inflation plus élevée qu'attendu, tant chez les consommateurs que chez les producteurs**. Ainsi, l'inflation des prix à la production aux États-Unis a dépassé 6 % en avril et, si l'on fait abstraction de la période post-coronavirus, elle flirte avec les niveaux les plus élevés des quarante dernières années.



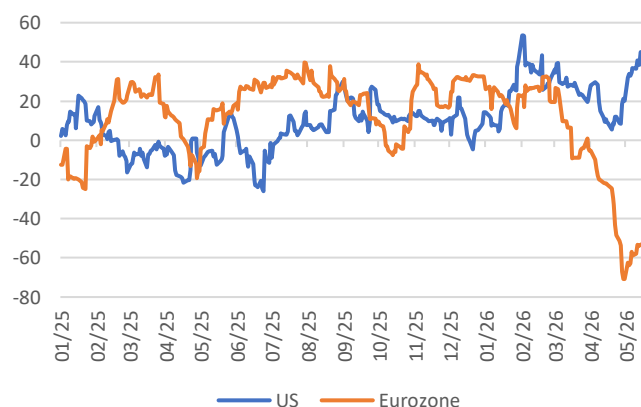
Source: BLS – US producer prices finished goods YoY

Les économistes de la **BCE** estiment, dans leur **scénario extrême** où le prix du pétrole resterait durablement à 150 dollars le baril, que **l'inflation pourrait atteindre 6 %**. Jusqu'à présent, l'impact de la **hausse des prix des engrais** — le Golfe représentant environ un tiers des engrais et de leurs matières premières essentielles — sur l'évolution des prix alimentaires est resté relativement limité, mais il est fort probable que cet impact **n'apparaisse qu'avec retard**.

### L'impact économique est inégalement réparti

Les dommages économiques liés à la situation actuelle et potentielle future sont inégalement répartis dans le monde. En **Asie**, qui représente 80 % des exportations du Golfe, les conséquences se font déjà fortement sentir avec des **rationnements et des débuts de pénuries**. En **Europe**, il faut

s'attendre à ce que la croissance économique déçoive à nouveau et que plusieurs pays européens, surtout si les prix du pétrole continuent d'augmenter, connaissent **une croissance faible, voire une récession**. Et ce malgré les perspectives relativement favorables du début d'année grâce à l'augmentation des dépenses publiques allemandes. **Aux États-Unis, la situation reste favorable**. Malgré une confiance des consommateurs historiquement basse, les dépenses de **consommation se maintiennent**, soutenues notamment par des marchés boursiers ayant atteint de nouveaux sommets. Malgré le contexte géopolitique, les **entreprises continuent d'investir** massivement, et pas uniquement dans les activités liées à l'IA. Fait surprenant, **la création d'emplois repart à la hausse** et la confiance des entrepreneurs ne recule pas, contrairement à ce que l'on observe en Europe. La divergence entre l'Europe et les États-Unis ressort clairement du Citigroup Surprise Index. Un chiffre positif indique que les statistiques sont en moyenne meilleures qu'attendu, et inversement. En Europe, on observe une forte baisse, tandis qu'aux États-Unis la situation s'améliore étonnamment.



Source: Bloomberg – Citigroup surprise index US & zone euro

### ... avec des résultats d'entreprises fantastiques aux États-Unis

Aux États-Unis, nous observons également — appelons un chat un chat — des résultats d'entreprises fantastiques, avec une croissance du chiffre d'affaires de 11 % et une hausse des bénéfices de 26 %. C'est **nettement mieux que les 7 % de croissance des bénéfices attendus**. Et ce ne sont pas uniquement les entreprises technologiques, menées par les « Magnificent 7 », qui performant bien. Au contraire : **dans tous les secteurs, les résultats sont clairement meilleurs qu'attendu**.

### Ces éléments plaident pour une allocation neutre...

La combinaison de tous ces éléments plaide pour une **allocation neutre en actions et entre régions**. **L'Europe** connaîtra une **reprise économique si le scénario de base** d'une réouverture du détroit d'Ormuz **se concrétise dans un délai raisonnable**, et le ralentissement économique actuel est déjà reflété dans les valorisations : l'Europe reste **la région la moins chère**. **Aux États-Unis**, où les **valorisations sont supérieures à la moyenne**, **l'économie ne semble pas réellement souffrir des tensions** géopolitiques, et encore moins les bénéfices des entreprises. La bonne répartition des surprises positives entre les secteurs nous permet également de **suggérer qu'une partie de l'allocation en actions nord-américaines soit investie via un indice « equal weight »**, dont la valorisation est conforme à sa moyenne de long terme. Le fait que nous préconisons une

pondération **neutre pour les marchés émergents peut sembler surprenant**. Les marchés émergents sont en effet composés à 80 % d'Asie, et ce continent est le plus durement touché par la guerre du Golfe. En outre, les valorisations y sont supérieures à la moyenne. **L'explication réside dans la répartition géographique et sectorielle de l'indice**. Un tiers du MSCI Asia est composé de la Chine, où les stocks pétroliers restent importants. Et plus de 40 % de l'indice est constitué de Taïwan et de la Corée du Sud, avec des entreprises comme Samsung, TSMC et SK Hynix fortement exposées aux investissements dans l'IA.

*... ou le scénario négatif est (partiellement) couvert*

Cela signifie-t-il que nous ne tenons absolument pas compte du scénario négatif d'une poursuite de la hausse des prix du pétrole ? Non. La baisse de la volatilité permet à l'investisseur disposant des connaissances et de l'expérience suffisantes de couvrir partiellement ce scénario à un coût acceptable via des options put.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto:gunter.vanrossem@orcadia.eu)

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Eco parc Windhof  
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg  
Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto:Eric.Lobet@orcadia.eu)

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.