

Shifts & Narratives

#14 | Mars 2022

*Conflit avec la Russie : une
nouvelle étape du retour aux
années 70*

Amundi
ASSET MANAGEMENT

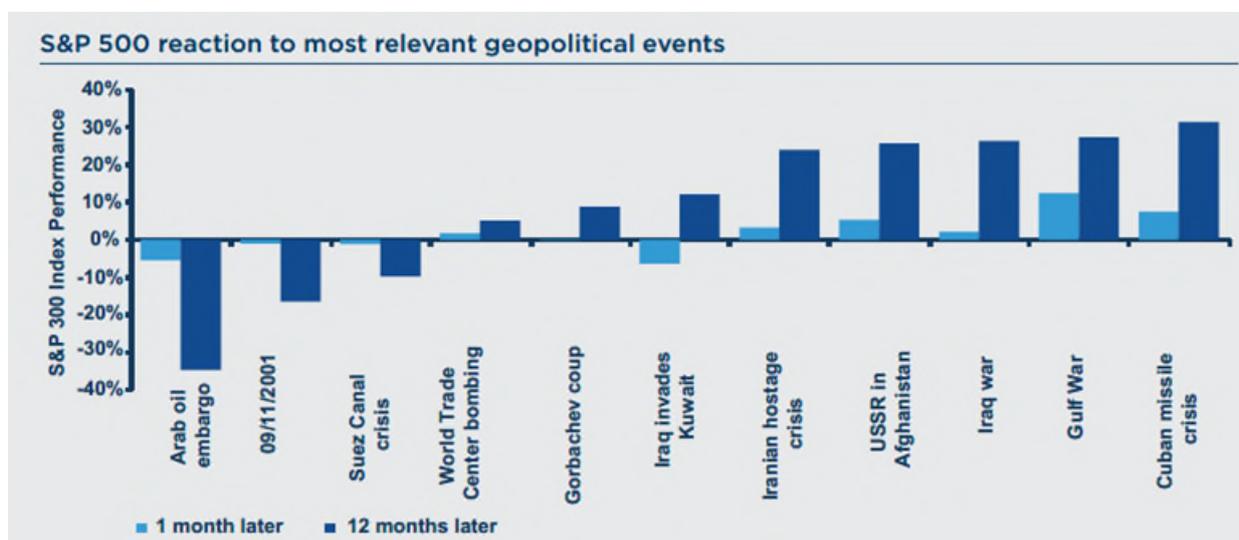
Auteur



Pascal BLANQUÉ,
Président Amundi Institute

Dans le passé récent, les crises géopolitiques ont souvent été de courte durée et, après une correction initiale, ont offert des opportunités d'achat aux investisseurs. Il est tentant de voir un schéma similaire dans le conflit russo-ukrainien, ce qui expliquerait pourquoi les marchés ont évolué en dents de scie, chaque événement perçu comme positif, depuis le choc négatif initial provoqué par l'invasion inattendue et à grande échelle le 24 février de l'Ukraine par la Russie, étant suivi d'espoirs de reprise rapide. **Mais, l'heure n'est pas à la complaisance et il ne faut pas trop miser sur les nouvelles à court terme, tant que l'évolution du conflit ne se précise pas..**

Avant toute chose, il faut garder à l'esprit que nous ne traversons pas une période normale. Nous sommes au milieu d'un changement de régime caractérisé par des forces inflationnistes sans précédent, jamais vues au cours des cinq dernières décennies. Le régime vers lequel nous nous dirigeons, que j'appelle le « Retour aux années 70 », n'est pas seulement inflationniste par nature. Conformément à ce que je défends depuis deux ans, **ce changement s'accompagnera d'un réajustement brutal de l'ordre géopolitique (impliquant une fragmentation plus prononcée), avec la disparition définitive de la mondialisation et l'émergence d'une régionalisation centrée autour de nouvelles puissances mondiales.**



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Les dates de référence des valeurs boursières peuvent être légèrement ajustées pour tenir compte des clôtures de marché.

La Chine, dont le cycle économique gagne en indépendance par rapport aux États-Unis et dont le renminbi joue un rôle croissant en tant que monnaie d'échange dans la région, figurera parmi les gagnants.

Loin de compromettre ce scénario, le conflit entre la Russie et l'Ukraine le renforce. L'inflation constitue une certitude spécifique du régime et la stagflation son principal risque, l'Europe étant la zone la plus touchée.

La place du conflit Russie-Ukraine dans le scénario de changement de régime

Le conflit entre la Russie et l'Ukraine donne lieu à plusieurs scénarios d'évolution de la crise géopolitique. La chronologie de la crise et sa progression sont des éléments critiques à surveiller. Plus les troubles perdurent, plus le risque qu'ils se propagent à l'échelle mondiale est élevé. **Cela signifie qu'à court terme, toute information venant étayer la thèse d'un conflit de courte durée se traduit sur le marché par un espoir cynique de détente.** Les marchés cherchent à gagner du temps jusqu'à ce que toutes les implications de ces informations puissent être évaluées.

Dans un premier temps, les marchés seront donc déterminés par l'actualité à court terme, avant de prendre en compte dans un second temps les effets à long terme du changement de régime ainsi que la place de la crise actuelle dans ce changement.

Pour les investisseurs, cela signifie que toute tentation de chercher des « points d'entrée » doit tenir compte de l'équilibre cible des primes de risque dans le nouveau régime. Pour l'heure, de nombreux segments de marché sont encore loin de cet équilibre, les revalorisations et les repositionnements relatifs n'étant pas achevés.

Scénario 1. Règlement cynique à court terme

Dans ce scénario, les tous prochains jours mèneront à un changement en faveur d'un gouvernement pro-russe en Ukraine. La fonction de réaction occidentale restera limitée aux sanctions (c'est-à-dire l'acceptation du changement géopolitique sans réaction militaire en Ukraine) avec un renforcement aux frontières de l'OTAN et un isolement de la Russie dans l'équation mondiale.

- **Hypothèses** : la Russie peut supporter les sanctions (son niveau de vulnérabilité extérieure étant limité) et l'Europe peut absorber le choc de croissance négatif (et ce d'autant plus facilement que l'approvisionnement en pétrole et en gaz en provenance de Russie est maintenu).
- **Répercussions économiques** : le facteur inflation se renforce, tandis que le facteur croissance s'affaiblit, mais avec la perception par le marché que le choc inflationniste sera plus important que le choc sur la croissance.
- **Banques centrales** : les déterminants des politiques monétaires après la crise restent inchangés, ce qui implique que les banques centrales seront tentées d'en faire plutôt moins que plus et donc de rester sur leur trajectoire de normalisation.
- **Répercussions sur les marchés** : compte tenu de la propagation mondiale faible, voire inexistante, et de la réévaluation des primes de risque relatives mondiales, le marché connaîtra une période de répit.

Cette séquence semble se réaliser, du moins à première vue. Le « consentement » de Biden étaye l'argument économique d'une « Russie gelée, mais suffisamment vivante pour être utile ». Toutefois, toute résistance sérieuse et durable de la part de l'Ukraine affaiblirait ce scénario de « règlement cynique à court terme ».

- À l'heure où nous écrivons ces lignes, plusieurs éléments semblent annoncer un rallongement plutôt qu'un raccourcissement du conflit
- Les affrontements sur le terrain pourraient se prolonger, les troupes russes limitant l'intensité de leur action afin de minimiser les pertes.
- Le processus de négociation pourrait se heurter à des difficultés. Dans un premier temps, un cessez-le-feu pourrait être conditionné à l'acceptation de négociations par l'Ukraine, mais la suite dépendra en grande partie des forces internes en jeu en Russie.
- Même dans l'éventualité d'une résolution rapide, deux points resteraient en suspens. Le premier est la nécessité de contrôler une population ukrainienne hostile sous un éventuel gouvernement pro-russe. Le second concerne le traitement du cadre global de la sécurité européenne (pour les deux parties).

Un scénario de répit à court terme lié à toute nouvelle positive est donc probable, ce répit étant suivi de tensions accrues conduisant en définitive à un processus de règlement plus long et plus incertain.

Scénario 2. Matérialisation progressive des caractéristiques de long terme menant à un « retour aux années 70 »

Ce scénario se caractérise par des problèmes durables de sécurité en Europe, avec une ré-implication *de facto* des États-Unis, une population ukrainienne pro-UE instable et la coexistence intenable de deux modèles socio-politiques. À moins que la Russie ne se transforme finalement en une sorte de satellite occidental (par exemple dans le cas d'un coup d'État interne contre Poutine), les lignes devront bouger.

- **Hypothèses** : la fonction de réaction géopolitique occidentale est profondément confuse et fragmentée par des forces internes divergentes, tant en Europe qu'aux États-Unis. Les pays occidentaux sont mus par des intérêts économiques (au point que les sanctions sont parfois limitées ou inefficaces) et la Russie par une logique d'équilibre des rapports de forces.
- **Répercussions économiques** : cet événement rappelle que le risque, en substance, est que le nouveau régime macro-financier soit **stagflationniste**. **Dans ce scénario, la Russie sera un accélérateur du changement de régime, en fournissant des motifs ou des excuses. La Chine sera le vainqueur géopolitique objectif.** La crise va encore renforcer le rôle du renminbi chinois en tant que monnaie d'échange dans la région et réserve de valeur pour les investisseurs. Les actifs chinois s'en trouveront renforcés en tant qu'actifs de diversification offrant une oasis de rendements positifs.
- **Banques centrales** : avec le temps, les banques centrales **continueront à adopter une attitude de laisser-faire**, avec un biais asymétrique en faveur de la croissance par rapport aux défis de l'inflation. Ceci entraînera la poursuite du cadre de dominance budgétaire et de répression financière. Il faut donc s'attendre à plus, et non à moins, d'accommodation. Il en va de même pour les politiques budgétaires.
- **Répercussions sur les marchés** : ce scénario peut justifier une prime géopolitique sur les actifs européens et une allocation privilégiant les actifs américains et chinois.

L'un dans l'autre, même si la situation est contenue à court terme, la Russie occupera une importance plus que proportionnelle sur les marchés, car les primes de risque sont trop reserrées et ne permettent pratiquement pas de compenser quelque événement que ce soit. Or cette situation survient au moment où se déploient les mécanismes fondamentaux de réévaluation des prix liés au « changement de régime », ce qui accroît la volatilité du marché.

Dix conséquences pour les investisseurs

Dans ce contexte, voici dix conséquences majeures à prendre en compte par les investisseurs :

1. **La probabilité de propagation mondiale de la correction des prix n'est pas négligeable. Il faut donc maintenir des couvertures contre les évolutions plus défavorables.** Plus le « règlement à court terme » s'éloigne, plus la probabilité d'un réajustement durable est importante. Ceci devrait sûrement amener les banques centrales à abandonner leur positionnement actuel perçu comme agressif.
2. **Le crédit est le premier candidat à la correction.** Les disparités vont s'intensifier en même temps que les écarts de liquidité qui menacent le marché, ce qui incite à adopter une attitude prudente et sélective dans cette classe d'actifs.
3. **Les anticipations d'inflation à long terme seront remises en question** par la séquence russe (à commencer par la hausse des prix de l'énergie, qui se propagera ensuite aux matières premières agricoles et mondiales), ce qui entraînera une **hausse de la volatilité des obligations.**
4. **Les investisseurs doivent chercher des actifs pouvant générer des rendements réels positifs.** Dans les marchés émergents, qui sont encore plus fragmentés et où l'impact du conflit est différencié, **certains segments de dette émergente** seront des moteurs de revenu pertinents. Il convient, en outre, de viser une exposition corrélée positivement à l'inflation (**matières premières, valeurs décotées, actions à dividendes élevés, proxy d'actifs réels, crédits titrisés, taux variables, etc.**).

- 5. Les actions seront stratégiquement attractives, car elles constituent une source de rendements réels liquides.** Les investisseurs doivent donc **privilégier les actions décotées/de qualité** et de **délaisser des actions à durée longue**. Dans le cas d'une propagation mondiale, les actions internationales pourraient être les premières à corriger du fait de leur liquidité élevée, mais celles-ci finiraient par se redresser. Une correction du crédit suivra, mais son potentiel de reprise sera plus faible, compte tenu des valorisations actuelles.
- 6. L'évolution du profil risque/rendement des classes d'actifs traditionnelles conduira à l'émergence de nouveaux segments hybrides multi-actifs qui joueront un rôle clé dans la construction des portefeuilles.** Le grand défi, du point de vue de la construction du portefeuille, sera de savoir comment remplacer les obligations dans une allocation core « refuge », celles-ci étant confrontées à une pression inflationniste croissante. **Les actions présentant des caractéristiques obligataires pourraient acquérir le statut d'actifs core « refuges ».** Celles-ci se caractérisent par une forte visibilité sur leurs bénéfices et de faibles niveaux d'endettement.
- 7. Les investisseurs doivent résister à la tentation (élevée dans les périodes agitées, qui invitent à privilégier la réduction du risque) de faire à nouveau des obligations l'actif diversifiant dominant au cœur des portefeuilles, du fait de leur attrait de 'valeur refuge'.** Le statut des obligations d'État core a définitivement changé et leur apparent regain d'attractivité dans le contexte de l'escalade Russie-Ukraine est un piège. **Il est possible de gérer la durée de manière plus flexible, mais la durée courte est votre meilleure alliée.** Dans la quête intensifiée d'actifs sûrs, liquides et valorisés de manière attractive, les **obligations d'État chinoises** se présentent comme des candidats de choix, tandis que les bons du Trésor américain peuvent encore être envisagés, mais au prix d'une surévaluation insoutenable.
- .Nous percevons en outre un scénario non consensuel de pentification des courbes à l'œuvre. La partie court terme de la courbe pourrait subir des pressions baissières sur les rendements, les banques centrales étant susceptibles d'en faire plutôt moins que plus. A l'inverse, les marchés vont commencer à réévaluer les taux les plus longs en réalisant que les politiques de « laisser faire » vis-à-vis de l'inflation ont trop duré et que la réalité est celle d'un environnement inflationniste plus important et plus durable.
- 8. En ce qui concerne les devises, le cloisonnement croissant du cycle économique chinois par rapport au cycle occidental** et la montée en puissance de la Chine en Asie confirment l'idée d'une **dépréciation du dollar américain face au renminbi chinois**. De plus, la crise russe témoigne de la volonté croissante des banques centrales de diversifier leurs avoirs hors du dollar américain et de l'euro. Toutes ces tendances entraîneront une érosion de la valeur de la devise américaine, sans altérer son statut.
- 9. Un rendement élevé des bienfaits de la diversification internationale.** La dispersion des rendements entre pays va s'accroître, avec la baisse de la part des échanges commerciaux dans la structure de la croissance mondiale.
- 10. Il est pertinent de garder du cash en début de séquence. Sur l'ensemble du portefeuille, il est crucial d'arbitrer** entre le fait de garder des liquidités pour faire face à de potentiels déséquilibres actif/passif et le fait de les investir dans des actifs risqués à long terme présentant une valorisation attractive. Jusqu'à présent, les prix ont peu baissé, ce qui signifie qu'il ne faut pas considérer les actifs comme étant globalement bon marché. Conserver des réserves de liquidités est donc judicieux compte tenu des ajustements des primes de risque. En outre, à mesure que la structure des réserves des banques centrales évolue en faveur de l'or pour des considérations géopolitiques et d'inflation, **une séquence de monétisation de l'or est probable.**

Bibliographie

1. Blanqué, P. (2014, 2019 3e ed.), *Essays in Positive Investment Management*, Economica, Paris
2. Blanqué, P. (Octobre 2021), [Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow](#), Publications Amundi
3. Blanqué, P. (Mai 2020), [The day after #1 - Covid-19: the invisible hand pointing investors down the road to the 70s](#), Publications Amundi
4. Blanqué, P. (Juin 2019), [The Road Back to the 70s Implications for Investors](#), Publications Amundi



Informations importantes

Le présent document est fourni à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou d'un quelconque autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du [1^{er} mars 2022](#). La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations de ce document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, immatériel ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, pour perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : [1^{er} mars 2022](#).

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452
RCS Paris – www.amundi.com