



Didier BOROWSKI,
Head of Global Views

Avant-propos

La guerre en Ukraine à un tournant

En qualifiant la guerre en Ukraine de « changement tectonique dans l'histoire européenne », les dirigeants européens donnent la mesure des changements de régime auxquels cette guerre peut conduire à moyen terme.

À court terme, les conséquences économiques de la guerre dépendront de la durée et de l'intensité du conflit. Quelques éléments nous permettent de dresser un premier bilan après un mois de guerre :

- **Les forces russes s'enlisent** en raison de graves problèmes logistiques (manque de carburant, de rations et peut-être même de munitions) et ont essuyé leurs premiers revers militaires.
- **La résistance et la combativité des Ukrainiens, approvisionnés en armes par au moins 28 pays, s'avèrent efficaces.** Les combats sont plus intenses et plus longs que les stratégies russes ne l'avaient anticipé. Le coût humain et matériel pour les Russes est considérable. L'état-major ukrainien évalue à quelque 17 000 le nombre de soldats russes tués, ce qui représente plus de victimes russes que la guerre en Afghanistan (15 000 morts en 10 ans).
- **Le président Zelensky s'est imposé comme un chef de guerre à la fois dans son pays et dans le reste du monde.** Ses interventions très médiatisées devant les parlements des démocraties occidentales en ont fait une figure héroïque qui incarne et galvanise la résistance.
- **Sur le front diplomatique, les pourparlers ont repris en Turquie entre Ukrainiens et Russes après trois semaines d'interruption.** Les Russes ont annoncé un changement de stratégie et une désescalade. Mais il n'y a pas eu d'avancée significative. L'attention se porte sur les conditions d'un cessez-le-feu. Le statut des territoires occupés (Donbass/Crimée) n'est pas à l'ordre du jour mais il est clair que ce point sera au cœur des négociations à venir. Le Président Zelensky accepterait la neutralité de l'Ukraine sous réserve de garanties apportées à la sécurité de son pays (avec une garantie proche de celle de l'article 5 de l'OTAN) et d'une approbation par référendum.
- **L'UE a décidé de réduire progressivement sa dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie avec le soutien du G7 et en particulier des États-Unis.** Le secteur des hydrocarbures est encore relativement épargné par les Européens. Mais la pression s'est accentuée : l'Allemagne envisage déjà (i) de réduire de moitié ses importations de pétrole russe d'ici l'été, (ii) de cesser d'importer du charbon russe d'ici l'automne, (iii) et de cesser d'importer du gaz russe d'ici mi-2024.

En résumé, Vladimir Poutine est confronté à d'immenses défis sur le plan économique et politique, et les revers se multiplient sur le front militaire. De notre point de vue, les événements de mars augmentent la probabilité d'une guerre « courte » avec un cessez-le-feu et la tenue de véritables négociations dans les mois qui viennent. Le pouvoir de négociation de la Chine a *de facto* considérablement augmenté. Nous continuons de penser que la Chine jouera un rôle clé dans la sortie de crise. À court terme, le risque d'une « escalade verticale » - avec le recours à des armes non conventionnelles : armes chimiques, biologiques voire un recours au nucléaire tactique - a considérablement diminué. Pour autant, les négociations seront longues et il nous semble que ce serait une erreur de considérer que les risques d'intensification voire d'un élargissement du conflit ont disparu. Il nous semble toujours nécessaire d'envisager d'autres scénarios.

Dans tous les cas de figure, cette guerre marquera un tournant dans les relations internationales et la doctrine militaire européenne, conduisant à une nouvelle forme de mondialisation. Ce conflit remet en cause des principes et doctrines bien établis depuis des décennies, en particulier le postulat selon lequel l'intégration économique constitue un rempart contre la guerre. Cette crise exacerbe le besoin de diversification des chaînes d'approvisionnement et de délocalisation de certaines productions à des fins stratégiques ou de résilience. Les liens économiques avec la Russie sont définitivement affaiblis.

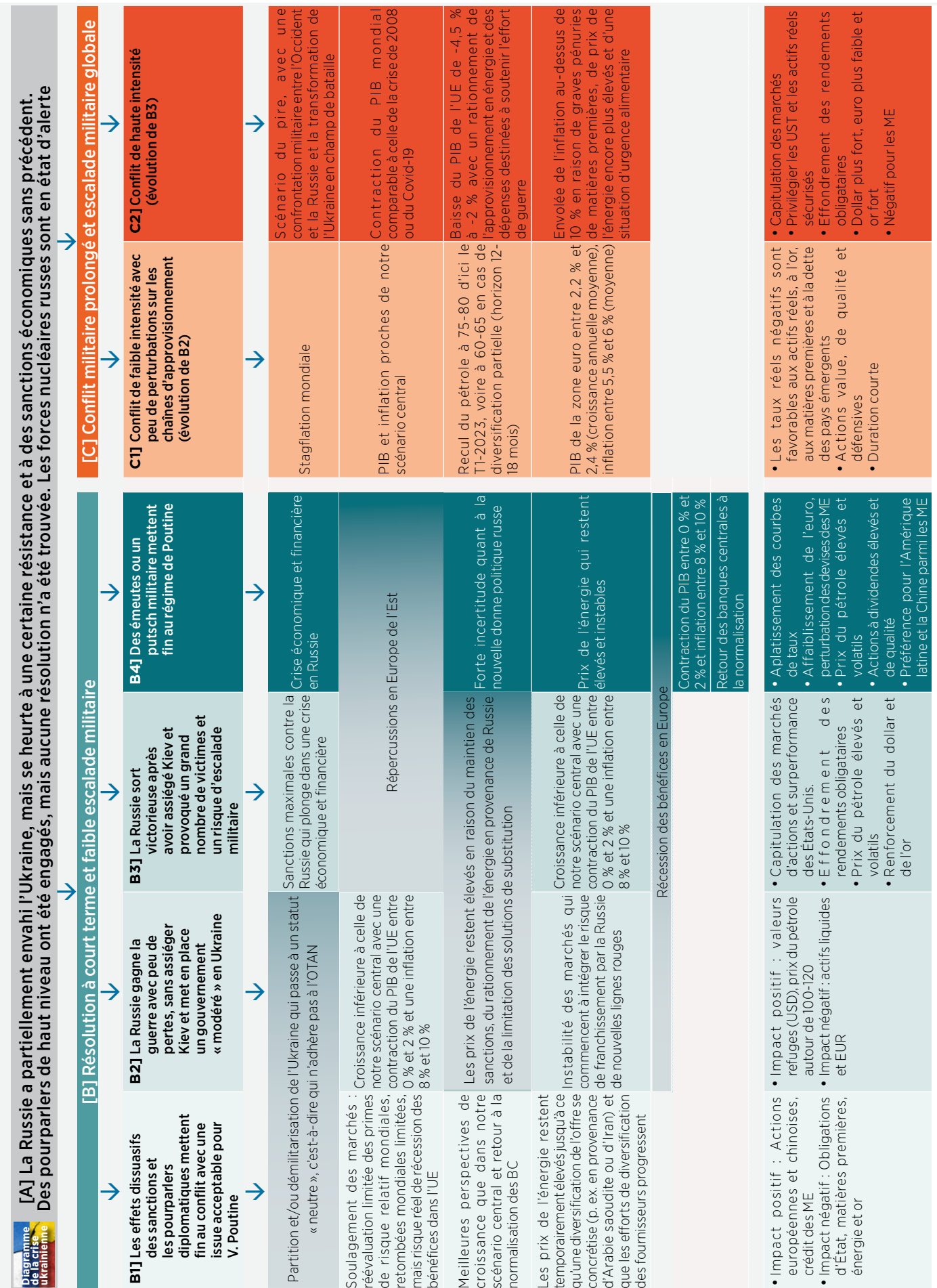
Enfin, d'un point de vue économique, la guerre en Ukraine aggrave le dilemme des principales banques centrales, car, d'une part, elle entraînera une poussée supplémentaire



de l'inflation (avec des effets de diffusion sur tous les prix) et, d'autre part, elle augmente les risques de ralentissement de la croissance. Ce dilemme est d'autant plus prononcé que les banques centrales ont sous-estimé les conséquences inflationnistes des mesures budgétaires et monétaires prises pendant la crise de Covid. Ceci vaut particulièrement pour les États-Unis. L'une des leçons tirées de la fin des années 1970 et du début des années 1980 est qu'une action tardive peut conduire l'inflation à s'enraciner, nécessitant un resserrement plus agressif et provoquant des difficultés à plus long terme. Mais l'autre leçon est que les atterrissages en douceur sont difficiles à réaliser et que les risques de récession augmentent lorsque les conditions financières se resserrent trop rapidement. C'est entre ces deux écueils que les banques centrales - et les investisseurs - vont devoir naviguer.

Dans ce document, nous cherchons à éclairer les investisseurs sur les enjeux et à les aider à s'orienter dans un monde particulièrement incertain et changeant.

Achévé de rédiger le 30 mars 2022



Source Amundi Institute



Éric MIJOT,
*Responsable de la Stratégie
sur les Marchés Développés*

*Combiner le style
Value avec la qualité
et des rendements
sécurisés*

1] Quelles sont, selon vous, les zones les plus résilientes des marchés d'actions mondiaux ?

La phase de marché actuelle correspond à une certaine maturité du cycle américain. Alors que le marché actions fait face au durcissement de la politique monétaire de la Fed depuis le début de l'année, les prix des matières premières continuent de grimper. Cette situation a été exacerbée suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie depuis février, surtout en Europe. Les marchés doivent donc composer avec une hausse des taux, une hausse des prix des matières premières et un probable tassement de la croissance bénéficiaire.

En termes de style, il est prudent de se diversifier. Le style Value permet de tenir compte de la poursuite de la hausse des taux et a historiquement bien résisté à l'environnement de stagflation. Les valeurs de Qualité (faible endettement) et celles à dividendes élevés et sécurisés, plus défensives, ont aussi toute leur place.

Au plan régional, le marché américain n'a pas failli à sa réputation de résilience lors de la forte baisse de ce début d'année. Il reste néanmoins plus cher que les autres. On profitera donc de sa profondeur pour rechercher des valeurs Value de qualité car les valeurs de croissance restent pour l'instant sous le joug de la hausse des taux. Autrement, la hausse des prix des matières premières profite au Canada, à l'Australie, à la Norvège et au Mexique par exemple ; de bon compléments à considérer. Ensuite, le marché britannique permet de jouer la phase de transition entre hausse des prix des matières premières et ralentissement économique. Il est en effet très représenté en valeurs de l'énergie et très peu en valeurs industrielles. Il présente également l'un des rendements les plus élevés des marchés actions. Enfin, le marché suisse, permet d'aller encore une étape plus loin dans le cycle au cas où le ralentissement économique finirait par provoquer une baisse des prix des matières premières. Il se comporte en effet pour sa part comme un proxy des valeurs de santé par rapport aux valeurs de l'énergie.

Enfin, n'oublions pas que toute perspective de résolution du conflit en Ukraine serait propice à un rebond marqué qui profiterait au contraire aux segments ayant le plus souffert dans la baisse, comme les actions de la zone euro, les financières et les valeurs de consommation discrétionnaire ; être fortement sous-pondéré sur ces valeurs serait alors source de contreperformance lors du rebond.

Achévé de rédiger le 25 mars 2022

2] Les matières premières ont-elles encore du potentiel ?

Les matières premières dépendent toujours de quatre grands facteurs : fondamentaux, géopolitiques, structurels et cycliques. À l'heure actuelle, ces quatre facteurs sont favorables et soutiennent les prix des matières premières, en particulier ceux des métaux de base et de l'énergie. La récente reprise des marchés des matières premières a permis de combler leur écart de sous-évaluation par rapport à la croissance nominale (facteur cyclique). Par conséquent, une hausse soutenue des matières premières ne reposera pas uniquement sur le thème de la reprise.

Le facteur géopolitique est évidemment très important en ce moment. Le gaz naturel sera sous pression pour des questions de sous-approvisionnement liées aux récents événements tragiques en Ukraine. Les sanctions et l'interruption des activités dans les ports ukrainiens entraînent une pénurie généralisée d'un large éventail de matières premières, des céréales à l'acier. Pour rappel, la Russie et l'Ukraine représentent à elles deux 30 % des exportations mondiales de blé. Notre opinion constructive structurelle sur les matières premières repose sur la transition écologique et sur une possible inadéquation durable entre l'offre et la demande de métaux de base essentiels. Les stocks sont à des niveaux historiquement bas et il n'y a aucun signe d'amélioration. Si nous ajustons les valorisations des principales matières premières en fonction de la croissance et des stocks, elles semblent bon marché malgré la récente reprise et font partie de la classe d'actifs la moins chère.

Dans ce contexte et malgré le récent rallye, nous réaffirmons notre opinion constructive vis-à-vis des matières premières, avec les répercussions logiques que cela implique en termes d'inflation.

Achévé de rédiger le 29 mars 2022



Lorenzo PORTELLI,
*Responsable de la Recherche
Cross Asset*



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés
émergents, Recherche
Stratégie Macroéconomique

Les exportateurs nets devraient bénéficier de la hausse des prix des produits de base, mais il convient d'être vigilant à l'inflation et au soutien budgétaire accru pour la contenir

3] Évaluation de l'exposition des marchés émergents au conflit Russie-Ukraine

Pour évaluer l'impact des événements géopolitiques les plus récents sur l'univers des marchés émergents, nous nous sommes concentrés sur **différents canaux de transmission**, l'un étant le risque de choc de l'offre et ses conséquences sur l'univers des matières premières, le second étant la diminution de la demande en provenance des régions ou pays proches du conflit.

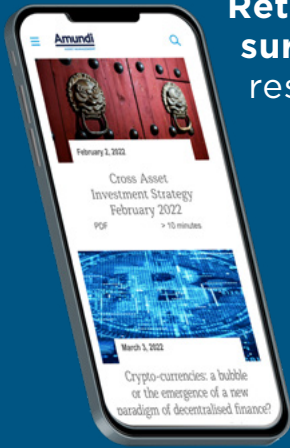
La **proximité** de la zone de conflit peut être facilement évaluée en termes de **distance géographique (qui joue un rôle important sur les flux de migrants)**, mais lorsque l'on parle de proximité, il existe également des aspects plus larges à considérer, comme les **liens commerciaux et d'investissement, les flux touristiques ou encore les transferts de fonds**. Dans cette perspective, l'Europe de l'Est (marchés émergents ou frontières) devrait être la plus touchée de par son exposition directe à la Russie et à l'Ukraine, ainsi que par la réduction de la demande des pays du cœur économique de l'Europe. Toutefois, pour les économies frontalières de la région capables de maintenir un certain degré de neutralité et d'éviter les sanctions indirectes, cette **proximité pourrait également ouvrir des opportunités sous forme de relocalisation de certaines activités, de réorientation des flux commerciaux et financiers en provenance de Russie ou d'exportation de produits agricoles à la place de l'Ukraine**.

Concernant le canal des matières premières, il convient en premier lieu, compte tenu des pays concernés, d'examiner l'univers plus large de l'énergie, de l'agroalimentaire et même des métaux, où les chocs à court terme s'ajoutent aux poussées plus structurelles découlant des ambitions de transition net zéro. Dans un deuxième temps, il est raisonnable de considérer qu'une augmentation des prix des matières premières aura des répercussions complexes et qu'il ne suffira pas de distinguer les exportateurs et les importateurs pour identifier les gagnants et les perdants. Nous avons commencé par examiner la position extérieure de ces pays au regard du commerce des matières premières, mais avons également tenu compte du poids relatif de ces éléments dans leur panier d'inflation ainsi que du coût budgétaire induit par la lutte contre les pics d'inflation. Les importateurs nets d'énergie et de denrées alimentaires subiront indistinctement une détérioration de leur position extérieure et budgétaire : les factures d'importation s'envolent et plusieurs gouvernements s'empressent d'en limiter l'impact sur les ménages par le biais d'**initiatives budgétaires telles que l'augmentation des subventions, le plafonnement des prix, les allocations d'espèces, la réduction des droits d'accises, avec pour conséquence une augmentation des coûts budgétaires**. Bien entendu, les économies qui présentent déjà des déficits jumeaux importants (budget et balance courante) et dont la position de la dette est plus fragile sont celles qui souffriront le plus et qui sont les plus susceptibles de voir leur note abaissée ou de faire défaut. Ainsi, le conflit entre la Russie et l'Ukraine a très certainement accéléré les discussions entre le Sri Lanka et le FMI (après de longues hésitations) les prix élevés du pétrole et la baisse des recettes touristiques ayant encore limité la capacité du pays à assurer le service de sa dette extérieure.

À l'inverse, les exportateurs de matières premières devraient plutôt bénéficier des conséquences des récents événements géopolitiques. En effet, les pays d'Amérique latine en plus d'être géographiquement éloignés de la zone de conflit et d'être relativement peu connectés sur le plan commercial (et ce, d'autant plus si l'on considère l'ensemble de la zone euro), sont aussi ceux qui sont le plus positivement corrélés au cycle des matières premières, que ce soit via le pétrole, l'agroalimentaire ou les métaux, le Mexique faisant figure d'exception dans cette région. **Toutefois, la hausse du coût des intrants pèse davantage sur les économies déjà confrontées à une forte inflation (notamment en Amérique latine, mais pas seulement), ce qui pourrait entraîner un resserrement supplémentaire de la politique des banques centrales (un phénomène négatif pour la croissance). En outre, l'urgence à maîtriser les nouvelles poussées d'inflation exige un soutien budgétaire accru, absorbant d'autant les ressources budgétaires et détériorant les positions budgétaires déjà fragiles**. C'est notamment le cas au Nigeria, où les cours élevés du pétrole sont loin de faire les affaires du gouvernement, qui utilise ses recettes fiscales pour financer les subventions aux carburants. Cette question est encore plus épineuse dans les pays devant assurer leur sécurité alimentaire et où l'inflation est forte (Afrique). Sur une note plus positive, la hausse des recettes pétrolières, lorsqu'elle n'est pas immédiatement consacrée aux investissements publics, permettra aux pays du Conseil de coopération du Golfe de reconstituer leurs réserves de fonds pétroliers épuisées pendant la crise du Covid.

Achévé de rédiger le 29 mars 2022

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Real Estate
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 31 mars 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base 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 points de vue ne doivent pas être utilisés 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 certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation 1 avril 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Ozgur Donmaz

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BELLAICHE Mickael, *Stratégiste Taux et Crédit*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

MIJOT Éric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

PERRIER Tristan, *Global Views*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*