

La montée en puissance des tensions Russie-Ukraine renforce la nécessité de protection supplémentaire



Vincent MORTIER
Directeur des investissements du Groupe



Matteo GERMANO
Directeur adjoint des investissements du Groupe



Monica DEFEND
Directrice de l'Amundi Institute

Avec la contribution de :
Didier BOROWSKI
Responsable Global Views, Amundi Institute

- **L'environnement d'investissement est devenu plus risqué** : l'intensification des tensions géopolitiques entre la Russie et l'Ukraine, avec l'entrée des forces militaires russes dans la région de Donbas, ajoute à l'incertitude liée aux interventions des banques centrales pour lutter contre les pressions inflationnistes. La volatilité a augmenté tant sur les obligations que sur les actions qui, dans l'ensemble, restent assez résistantes dans un contexte de statistiques économiques toujours positives. Les prix de l'énergie ont flambé face aux risques de pénurie d'approvisionnement, le pétrole se rapprochant des 100 dollars le baril.
- **À l'heure où nous écrivons, certaines sanctions contre la Russie ont déjà été annoncées** par le Royaume-Uni - à l'encontre de cinq banques et de certains hommes d'affaires fortunés - et par l'Allemagne, qui suspend la certification du gazoduc North Stream 2. Les sanctions pourraient se durcir en cas de nouvelle intensification militaire et elles pourraient avoir des effets perturbateurs, notamment sur les banques et les règlements. Sur ce point, un terrain d'entente doit encore être trouvé en Europe pour faire face à la hausse des coûts énergétiques. Les prochaines heures pourraient être décisives, notamment pour connaître la position des États-Unis sur ce point.
- **L'Europe est clairement plus vulnérable à ce conflit géopolitique**. Cependant, nous n'envisageons pas de risque de récession, mais les pressions inflationnistes vont mécaniquement s'intensifier avec la hausse des prix des matières premières, augmentant le risque de stagflation et mettant au défi les mesures de la BCE. La nécessité de diversifier l'approvisionnement énergétique et de gagner en autonomie dans les secteurs stratégiques devient critique et urgente dans l'agenda politique européen, de même que la nécessité d'augmenter les dépenses militaires communes pour assurer la défense de l'Union européenne.
- **Ce contexte appelle à une prudence accrue en termes d'allocation d'actifs et de construction de portefeuille**, qui se traduira par une réduction du risque de crédit quel que soit le secteur, une protection accrue des actifs risqués et un certain réajustement tactique de la durée, qui pourra jouer un rôle de couverture au sein des portefeuilles obligataires.
- **Dans l'ensemble, nous réitérons une approche prudente en matière d'actifs risqués, avec une préférence pour les actions, en particulier le compartiment « value », par rapport au crédit, et une attention accrue au risque de liquidité, qui deviendra critique à ce stade de fin de politiques monétaires ultra-accommodantes.**

Intensification de la crise entre la Russie et l'Ukraine : la reconnaissance des républiques autoproclamées et les réactions possibles

Après des semaines de tensions croissantes à la frontière entre la Russie et l'Ukraine, la Russie a franchi un pas de plus en reconnaissant les deux républiques séparatistes de Lougansk et de Donetsk et en envoyant des « forces de maintien de la paix » dans la région. Bien que cette décision était plutôt prévisible, elle ajoute incontestablement une incertitude supplémentaire quant à la trajectoire économique à venir et à l'évolution des marchés financiers.

À ce stade, notre scénario central prévoit une intervention limitée, et non une invasion à grande échelle, mais la probabilité de cette dernière a toutefois nettement augmenté. À l'heure où nous écrivons, certaines sanctions contre la Russie ont déjà été annoncées par le Royaume-Uni - à l'encontre de cinq banques et de certains hommes d'affaires fortunés - et par l'Allemagne, qui suspend la certification du gazoduc North Stream 2. Les sanctions

pourraient se durcir en cas de nouvelle intensification militaire et elles pourraient avoir des effets perturbateurs, notamment sur les banques et les règlements. Sur ce point, un terrain d'entente doit encore être trouvé en Europe pour faire face à la hausse des coûts énergétiques. Les prochaines heures pourraient être décisives, notamment concernant la position des États-Unis sur ce point.

Implications macroéconomiques et crise énergétique

L'Europe est naturellement plus exposée que les États-Unis. La hausse des prix de l'énergie, et en particulier du gaz, constitue la principale menace économique à court terme. Mais avec la fin de l'hiver en vue, la plupart des pays sont moins vulnérables qu'il y a quelques mois. Il convient également de noter que :

- Sur le plan financier, les banques européennes ont réduit leur exposition à la Russie depuis 2014.
- Sur le plan commercial, les liens sont assez limités. La Russie ne joue pas un rôle important dans les chaînes d'approvisionnement mondiales (en dehors du secteur de l'énergie).
- Si une augmentation des tensions est possible, un conflit militaire avec les pays de l'OTAN est très peu probable.

« Les premières sanctions seront probablement modérées, pour envisager des sanctions beaucoup plus fortes en cas d'invasion de l'Ukraine. »

À court terme, la crise devrait provoquer un choc de confiance en Europe qui pèsera sur la demande intérieure (ménages/entreprises). Toutefois, les **liens économiques avec la Russie et l'Ukraine ne sont pas assez forts pour compromettre la reprise et provoquer une récession au sein de la zone euro**. Les dernières enquêtes PMI indiquent que la croissance est bien ancrée, notamment au sein des services.

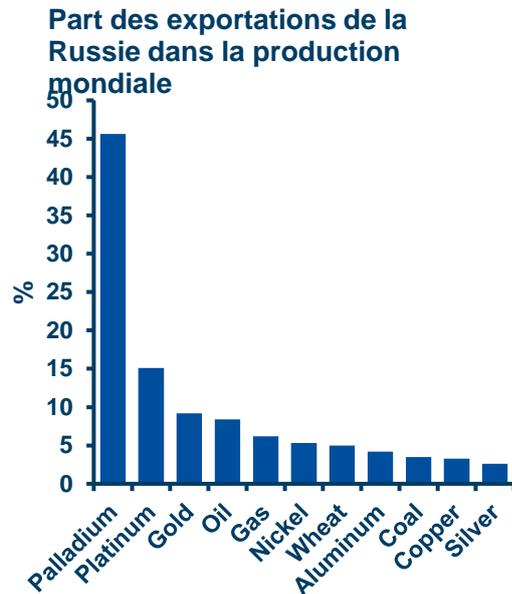
D'autre part, les **pressions inflationnistes s'intensifieront mécaniquement à cause de la hausse des prix du pétrole et du gaz**, et de nouvelles pressions également sur les prix des denrées alimentaires.

La Russie et l'Ukraine sont deux des plus grands exportateurs de céréales au monde. La Russie est leader mondial pour certaines matières premières telles que le nickel ou le charbon. Elle est le troisième producteur mondial de pétrole et l'un des principaux exportateurs mondiaux d'engrais. Une montée en puissance du conflit pourrait perturber certains marchés de matières premières, ajoutant de l'incertitude aux perspectives d'inflation mondiale.

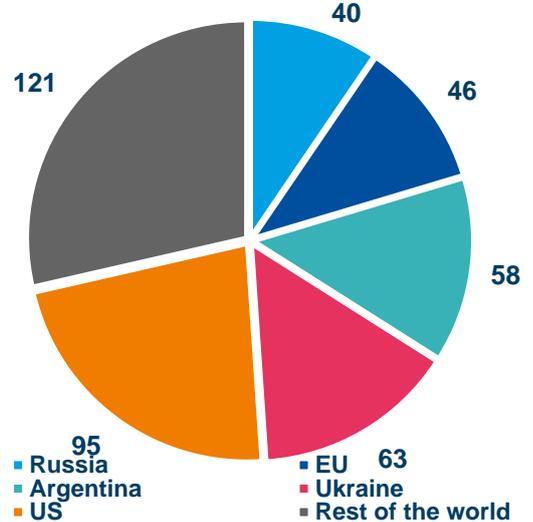
Compte tenu du niveau déjà élevé de l'inflation globale, les tensions sociales sont plus susceptibles de se manifester et d'exacerber les revendications salariales.

« Les pressions inflationnistes pourraient s'intensifier, en particulier sur l'énergie et les denrées alimentaires, ce qui augmenterait le risque de tensions sociales et ajouterait une pression sur les salaires. »

Les tensions entre la Russie et l'Ukraine pourraient avoir des effets sur le prix des matières premières et des denrées alimentaires



Exportations de céréales par pays, en millions de tonnes



« La BCE devrait se montrer prudente et veiller à ce que toutes les options soient envisagées »

Source : Graphique de gauche : Amundi Institute, Bloomberg, JP Morgan. Données de 2020. Graphique de droite : Amundi Institute, Bloomberg, International Grains Council, les estimations portent sur la saison 2021-22, hors riz.

La BCE devrait donc se montrer très prudente lors de sa prochaine réunion de politique monétaire, en veillant à ce que toutes les options soient envisagées.

À plus long terme, il s'agit d'une prise de conscience qui devrait renforcer la cohésion des pays européens et leur détermination à augmenter leurs dépenses militaires pour assurer leur défense. Sur le plan économique, cette nouvelle crise les incitera à diversifier davantage leurs approvisionnements en énergie.

Réaction du marché et implications pour les investisseurs

Les marchés commencent à prendre en compte les effets d'éventuelles sanctions économiques sur la croissance économique en Europe. Les prix de l'énergie flambent à cause des risques de pénurie d'approvisionnement, le pétrole se rapprochant de 100 dollars le baril.

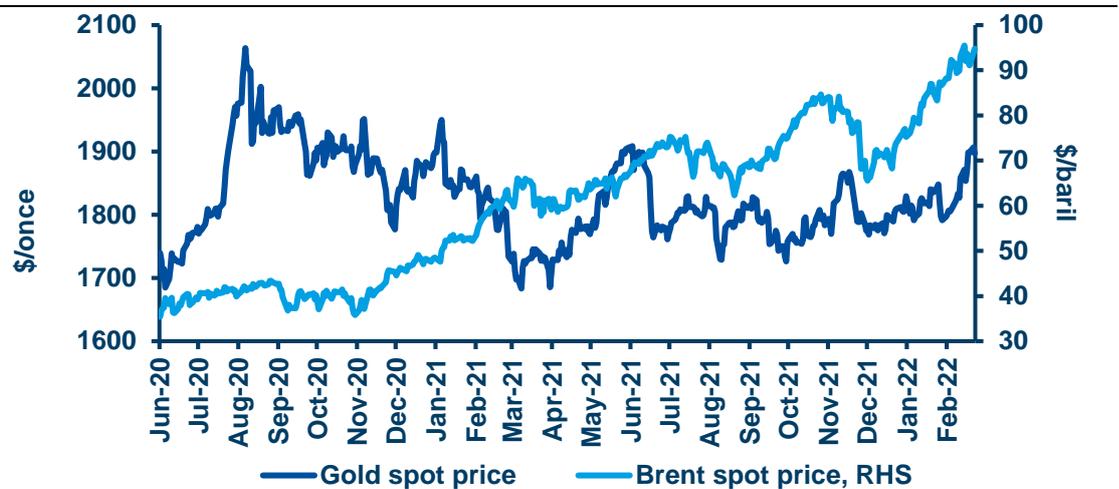
L'aversion au risque a prévalu sur les marchés juste après l'annonce, avec de nouvelles dégringolades des actifs russes et une forte demande pour les valeurs refuges. Pourtant, les marchés boursiers semblent globalement plus résistants, les marchés commençant à digérer les récentes évolutions.

- Les marchés boursiers européens sont en train de digérer la nouvelle sans perturbation majeure, dans un climat plutôt confiant vis-à-vis du risque. Les actions ont récemment été orientées à la baisse, la performance mensuelle de l'Eurostoxx 50 s'établissant à environ -5,6 % au 22 février, tandis que le risque de crédit a bondi, les CDS européens sur le haut rendement atteignant leur niveau le plus haut depuis novembre 2020 ;
- Le point mort à 2 ans aux États-Unis, qui reflète le risque d'inflation, a atteint 3,7 %, un nouveau record depuis le début de la série.
- Les actions russes se sont effondrées, l'indice MOEX cédant plus de 19 % au cours des cinq derniers jours et plus de 30 % par rapport à son pic du mois d'octobre, tandis que le rouble russe s'est affaibli par rapport au dollar, à environ 80 roubles pour un dollar.
- L'or a dépassé les 1 900 dollars l'once pour la première fois depuis mai 2021. Les bons du Trésor ont également progressé, dans un contexte de demande de valeurs refuges, le rendement à 10 ans des bons du Trésor US atteignant 1,92.

« Les prix de l'énergie restent sous pression, tandis que la demande de protection pousse l'or et les coûts d'assurance contre le risque de crédit à la hausse. »

Les risques géopolitiques sont difficiles à valoriser. Ils font généralement grimper la volatilité, provoquant une réaction initiale excessive du marché à la recherche de protection, avec un éventuel répit une fois que le marché a digéré la nouvelle.

L'envolée des prix du pétrole et la demande de valeurs refuges favorisent la hausse de l'or



Source : Amundi, selon la base de données des perspectives économiques mondiales du FMI, octobre 2021. Les estimations commencent après 2020.

La baisse de confiance des investisseurs affectant les actifs russes et ukrainiens peut se poursuivre et appelle à une exposition limitée aux actifs russes. Il convient de rechercher :

- Toute nouvelle intensification sur le terrain, notamment en cas d'incursion dans le reste de la région du Donbass ou dans toute autre zone actuellement contrôlée par les forces ukrainiennes.
- Les sanctions économiques et leur ampleur, en particulier l'interdiction de négocier des titres de dette souveraine, les sanctions bancaires et peut-être, mais c'est peu probable pour le moment, l'interdiction d'utiliser SWIFT.

Les obligations russes et ukrainiennes ont été durement touchées par cette crise, les obligations en devises fortes et locales étant sous pression. **S'il n'y a pas de nouvelle intensification sur le terrain, nous nous attendons à ce que les prix se stabilisent aux niveaux actuels et à ce qu'il n'y ait pas de retombées sur les actifs risqués mondiaux.**

Fait plus important encore, les actifs risqués mondiaux restent exposés au risque de resserrement quantitatif. **Les tensions géopolitiques ajoutent encore de l'incertitude dans un environnement déjà fragile, ce qui augmente le risque de stagflation. Tout cela signifie que la prudence est de mise, et c'est pourquoi nous avons déjà adopté récemment une position plus prudente, en réduisant notre exposition au crédit (en particulier sur l'Euro IG) et en ajoutant des couvertures.**

- Au niveau régional, nous maintenons notre préférence pour les marchés dits « *value* » tels que l'Europe, tandis que nous sommes plus prudents sur les segments de croissance américains. La faiblesse générale des marchés émergents pourrait offrir des opportunités sélectives. Nous avons commencé à réintégrer les marchés émergents en nous concentrant sur les actions chinoises.
- Au niveau de la construction de portefeuille, nous pensons que les investisseurs doivent continuer à jouer sur le thème de l'inflation, à la fois dans une perspective ascendante et descendante. Avec l'approche ascendante ou « *bottom up* », nous privilégions les entreprises capables de répercuter les hausses de prix, tant au sein de notre sélection d'actions que notre sélection de crédits.
- Sur le crédit, nous sommes progressivement devenus plus prudents sur le crédit de qualité supérieure (IG), tout en maintenant à court terme une position encore constructive sur le haut rendement européen.

« Le risque géopolitique croissant vient s'ajouter à un contexte déjà fragile, où le principal risque concerne la trajectoire du resserrement quantitatif.

Pour y faire face, nous étions déjà passés à une position plus prudente, en particulier sur le crédit européen IG, et avons ajouté une protection à l'exposition aux actions. »

- Avec l'approche descendante ou « *top down* », nous privilégions l'exposition aux matières premières et au pétrole, tout en nous attachant à accroître les sources de diversification. Dans cette optique, nous sommes également positifs sur les obligations d'État chinoises en raison de leur capacité à diversifier une allocation globale, dans un contexte de désynchronisation entre la position monétaire chinoise et américaine (mode d'assouplissement ciblé en Chine contre resserrement de la Fed).
- Sur le marché des changes, nous maintenons une opinion positive sur l'USD, en gardant une certaine couverture sur toute surprise potentielle de la BCE, qui pourrait renforcer l'EUR/USD.
- Les couvertures sont de plus en plus pertinentes. Nous avons récemment ajouté une protection aux marchés boursiers européens. Pourtant, l'idée que la crise locale puisse se transformer en une crise mondiale nous incite à rajouter une protection aux marchés boursiers américains ainsi qu'au crédit américain à haut rendement.

À ce stade, nous n'appelons pas à un mouvement d'abandon du risque, mais nous restons prêts à revoir notre position en matière d'allocation des risques, si la crise russo-ukrainienne devait s'avérer plus longue que prévu et qu'une pression inflationniste plus forte devait compromettre la croissance du PIB de manière plus négative que ne le prévoient nos prévisions actuelles.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Investment Insights Unit, qui appartient au Amundi Institute, vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.



Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Définitions

- **Points de base** : un point de base est une unité de mesure qui équivaut à 1 centième de 1 %, soit 0,01 %.
- **Point mort d'inflation** : désigne l'écart entre le rendement nominal d'une obligation à taux fixe et le rendement réel d'une obligation indexée sur l'inflation assortie d'une maturité similaire et d'une note de crédit identique.
- **CEEMEA** : Europe centrale et orientale, Moyen-Orient et Afrique.
- **CDS** : Un *credit default swap* (CDS) est un contrat de swap financier selon lequel le vendeur du CDS s'engage à verser une compensation à l'acheteur en cas de défaut de paiement d'un prêt ou d'un autre événement de crédit.
- **Spread de crédit** : Écart entre le rendement d'une obligation de crédit et le rendement des bons du Trésor. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajustée pour tenir compte des éventuelles options intégrées.
- **Secteurs cycliques vs défensifs** : Les sociétés cycliques sont des sociétés dont les bénéfices et les cours boursiers sont fortement corrélés aux fluctuations économiques. Les valeurs défensives sont moins corrélées aux cycles économiques. Les secteurs cycliques sont la consommation discrétionnaire, les services financiers, l'immobilier, l'industrie, les technologies de l'information et les matériaux de base, tandis que les secteurs défensifs sont la consommation de base, l'énergie, la santé, les télécommunications et les services aux collectivités.
- **Dividende** : Somme d'argent versée régulièrement (généralement chaque année) par une société à ses actionnaires venant de ses bénéfices ou de ses réserves.
- **FX** : désignent les marchés des changes sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **Haut rendement** : Obligation à haut rendement dont la notation de crédit est faible en raison du risque élevé de défaut de l'émetteur.
- **Style d'investissement growth** : style d'investissement qui vise à s'exposer au potentiel de croissance des entreprises. Il se définit par cinq variables : 1. Le taux de croissance prévisionnel du BPA à long terme ; 2. le taux de croissance prévisionnel du BPA à court terme ; 3. le taux de croissance interne actuel ; 4. la tendance historique de croissance à long terme du BPA ; et 5. la tendance historique de croissance à long terme du chiffre d'affaires par action. Secteurs à prédominance growth : consommation non cyclique, santé, technologies de l'information.
- **PER ou ratio cours/bénéfices** : Le ratio cours/bénéfice (*Price-to-Earnings Ratio*/PER) est un ratio d'évaluation des entreprises qui compare le prix actuel de leurs actions par rapport à leurs bénéfices par action (BPA).
- **Style d'investissement value** : style d'investissement qui consiste à acheter des actions à un prix relativement faible et caractérisées par des niveaux modestes de ratios cours/bénéfices, cours/valeur comptable et cours/chiffre d'affaires, ainsi que des rendements du dividende élevés. Secteurs « value » typiques : énergie, finance, télécommunications, services aux collectivités, immobilier.
- **Système de paiement SWIFT** : La Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication est une coopérative qui sert d'intermédiaire et qui exécute des opérations financières entre les banques du monde entier.

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 quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice. En outre, aucun élément du présent 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 **mardi 22 février 2022**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent 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, prévision ou prédiction. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie 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 quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou 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 saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **22 février 2022**

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) 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.

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Président du Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des investissements du Groupe
