

Russie-Ukraine : beaucoup de mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans les cours, mais les perspectives se dégradent



Pascal BLANQUE
Président d'Amundi
Institute



Monica DEFEND
Directrice d'Amundi
Institute



Matteo GERMANO
Directeur adjoint des
Gestions



Vincent MORTIER
Directeur des Gestions

Avec la contribution de :

Éric MIJOT
Responsable de la
stratégie sur les marchés
développés, Amundi
Institute

Lorenzo PORTELLI
Responsable de la
Recherche cross asset,
Amundi Institute

- **Réactions des marchés** : les marchés restent très volatils, avec des marchés d'actions en baisse, mais avec quelques signes récents de stabilisation. Le pétrole reste sous pression suite à l'embargo sur le pétrole russe mis en place par les États-Unis et le Royaume-Uni. La demande d'actifs refuges, comme l'or, reste élevée. Bien qu'un processus de restauration de la valeur soit en cours (repricing initial initié avant la crise, conséquences de la crise sur les actifs européens), il est incomplet et fragmenté. Il reste notamment à voir l'impact réel des premières phases de « normalisation » confirmées par la Fed et la BCE. Cela plaide en faveur d'un peu de patience, car la volatilité accrue devrait offrir des points d'entrée.
- **Perspectives** : nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance mondiale, car l'économie mondiale sera impactée par la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation, tant du côté de la demande que de la production. L'Europe est la zone où les risques stagflationnistes sont les plus élevés et où une récession temporaire sera possible en 2022. La Chine devrait toutefois continuer à contribuer à la stabilisation de la croissance mondiale.
- **Prévisions de bénéfices et perspectives des actions** : un environnement de croissance plus faible et une tendance à la hausse des prix vont peser sur les marges et entraîner une récession des bénéfices. Même si nous pensons que les États-Unis peuvent l'éviter, l'Europe est plus exposée à ce risque. Selon nous, les corrections actuelles des marchés intègrent la plupart des mauvaises nouvelles, mais d'autres retracements sont possibles, bien que limités, à moins que de nouvelles escalades de la crise ne mettent en péril l'économie mondiale (et non notre scénario central). Dans ce contexte, nous maintenons un positionnement prudent sur les actions, mais nous sommes prêts à accroître le risque car une amélioration de la crise pourrait déclencher un redressement-rally, en particulier sur les marchés européens.
- **Principales convictions** : nous maintenons une allocation légèrement prudente au risque, en mettant l'accent sur la résilience de l'inflation dans la sélection des titres et des obligations. La duration est activement employée dans le cadre d'une duration courte, car nous reconnaissons que la hausse de l'inflation entraînera une hausse des rendements à moyen terme, mais la dynamique à court terme pourrait offrir des opportunités tactiques. Sur le marché du crédit, nous restons attentifs au risque de liquidité.

La deuxième semaine de conflit en Ukraine a été marquée par une volatilité accrue des marchés. Les actions sont globalement en baisse. La demande d'actifs refuges a temporairement poussé le 10 ans à 1,7% avant de revenir à 1,9% dans un contexte de montée des tensions inflationnistes. Parallèlement, l'or est resté bien soutenu, passant brièvement au-dessus de 2000 dollars l'once. Sur l'ensemble du marché, l'incertitude reste très prononcée, les matières premières étant soumises à de particulièrement fortes pressions. L'embargo commun entre les États-Unis et le Royaume-Uni sur le pétrole russe a porté le prix à 130 dollars le baril. Le gaz européen est en hausse de +200% depuis le début de l'année.

Après plusieurs cycles de négociations, la conversation sur le front de la guerre s'est tournée vers les exigences russes concernant les régions séparatistes du Donbass et de la Crimée. Toutefois, une résolution rapide du conflit est très incertaine à ce stade. Dans ce contexte, l'attention du marché se tourne vers une évaluation des perspectives macroéconomiques.

Le conflit aura un impact sur la croissance et l'inflation, notamment en raison de la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation. Nous avons revu à la baisse nos prévisions de croissance mondiale et relevé nos anticipations d'inflation pour 2022.

« Nous prévoyons une hausse de l'inflation sur les marchés émergents et développés et la croissance sera inférieure aux anticipations initiales, avec des risques accrus pour l'Europe et, en particulier, les pays plus vulnérables aux sanctions et à la dynamique des prix de l'énergie. »

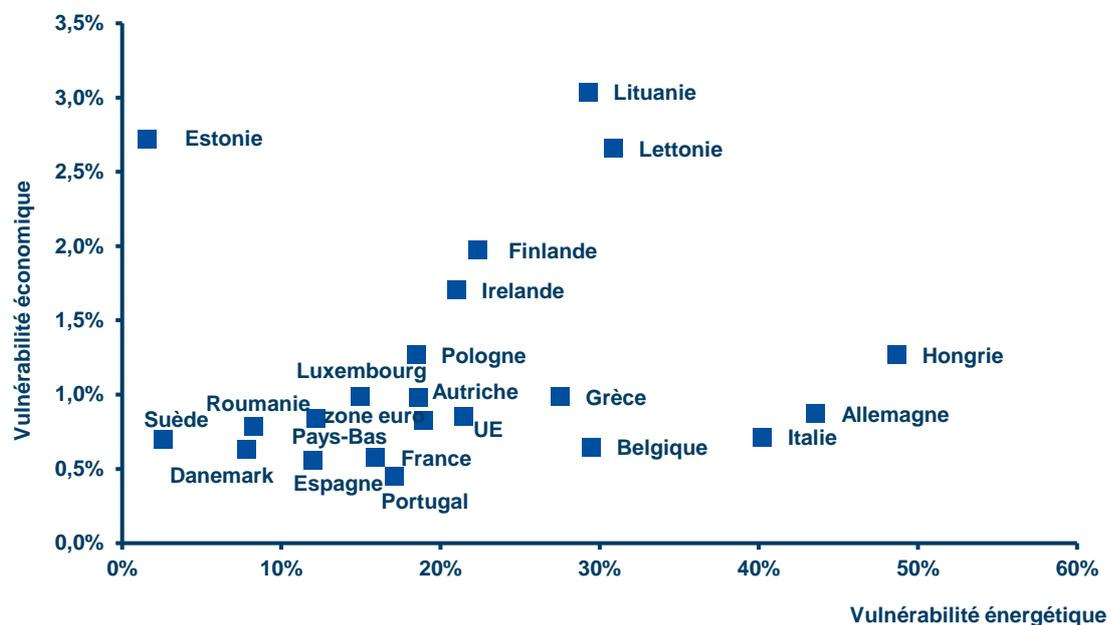
Bien qu'il soit encore difficile d'anticiper l'impact de la crise sur les fondamentaux macroéconomiques, nous **pensons que l'inflation dans la zone euro restera obstinément élevée tout au long de l'année, en particulier pour l'énergie et l'alimentation, ce qui pèse à la fois sur la demande et la production.** Ce contexte est cohérent avec une récession temporaire, dans la fourchette basse de nos prévisions. Au total, nous avons abaissé la croissance mondiale de 0,5% (la ramenant dans une fourchette de 3,3-3,7%) sur l'année.

L'inflation mondiale a été révisée à la hausse sur les marchés émergents et développés (d'environ 0,5% sur 2022), en fonction des différents poids de la composante énergie dans les paniers d'IPC.

Pour l'inflation de la zone euro, l'IPC annuel se situe désormais dans une fourchette 4,5-5,8% et 5,7-6% pour les États-Unis en 2022. En outre, la fourchette la plus faible de nos prévisions de croissance dans l'UE est cohérente avec un scénario de stagflation, voire une récession temporaire.

Il existe toutefois de nombreuses divergences entre les pays, en fonction à la fois de leur niveau d'indépendance énergétique et de leur vulnérabilité aux effets de contagion des sanctions.

Vulnérabilité des pays européens aux sanctions à l'encontre de la Russie



Source : Amundi Institute, Eurostat, OCDE, Banque mondiale. Données au 2 mars 2022. La vulnérabilité économique est mesurée comme la part de la valeur ajoutée brute du pays dans la demande intérieure et les exportations russes. La dépendance énergétique envers la Russie est mesurée comme la part des importations de gaz naturel, de pétrole et de combustibles solides en provenance de Russie sur les importations totales, pondérée par la dépendance énergétique de chaque pays.

« Les corrections des marchés actions ont été importantes et cohérentes avec un scénario de ralentissement de la croissance et de détérioration des perspectives de bénéfices ».

Sur une note plus positive, l'économie chinoise devrait continuer à soutenir la croissance mondiale. Le pays a entamé un nouveau cycle d'assouplissement pour 2022, contrairement à d'autres économies qui ont commencé à resserrer leur politique monétaire. Le week-end dernier, les autorités chinoises ont déclaré un taux de croissance cible de 5,5% pour cette année (au-dessus de nos attentes initiales).

La plupart des mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans les cours du marché, mais beaucoup dépendront de l'évolution de la crise.

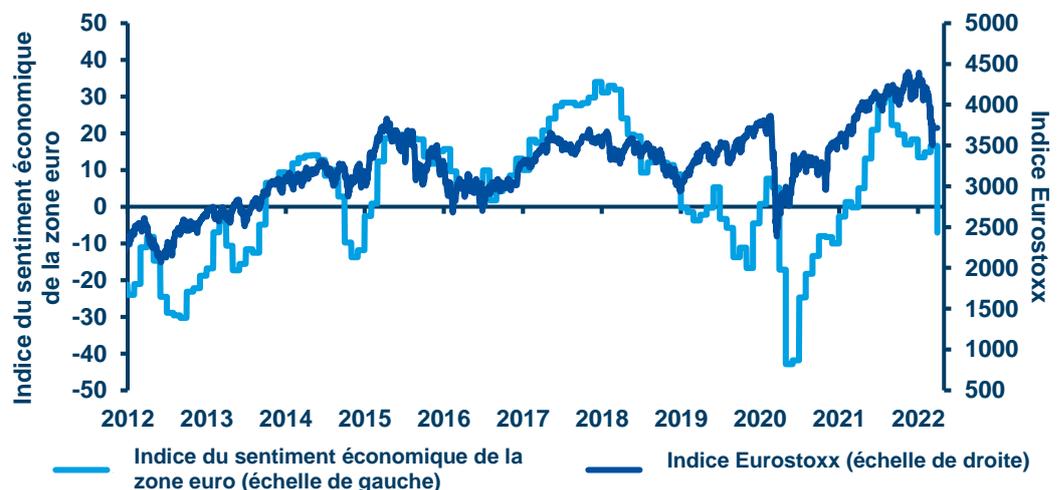
Les perspectives économiques se dégradent et ce qui était auparavant considéré comme le scénario alternatif se concrétise. C'est pourquoi **nous restons plutôt prudents sur les actions, notamment en Europe.**

Dans l'ensemble, les baisses des marchés ont suivi deux événements consécutifs :

1. La correction de janvier par rapport aux pics atteints en début de mois a été alimentée par des chiffres d'inflation solides et des réajustements de la politique monétaire en conséquence. Dans ce contexte, toutes les opérations d'inflation trade se sont bien comportées en termes relatifs (valeur/croissance, EUR / USD, finance / matières premières, etc.). Par conséquent, la première partie de la correction depuis le début de l'année n'a pas été le reflet du choc en Ukraine, mais plutôt une normalisation déjà prévue après une fin exceptionnelle de 2021.
2. En février et mars, le conflit entre la Russie et l'Ukraine a frappé la zone euro bien plus fort que les États-Unis, car le sentiment concernant les nouvelles perspectives économiques a commencé à s'installer. Les pertes totales actuelles (-12% aux États-Unis, -17% dans la zone euro au 10 mars) sont cohérentes avec une correction significative des primes de risque.

Compte tenu d'une décélération de la croissance et de la tendance à la hausse de l'inflation, et en supposant qu'il n'y ait pas de nouvelle détérioration (ce qui est à ce stade le scénario le plus probable, au moins pour les États-Unis), les niveaux actuels sont appropriés. Toutefois, dans un scénario de légère récession des bénéfiques dans la zone euro, les marchés n'ont pas enregistré de retracement complet.

Les marchés actions européens se sont ajustés à la baisse des anticipations économiques



Source : Amundi Institute, Bloomberg, 24 février 2022. Données au 9 mars 2022. Indice économique Sentix -- Euro Aggregate est un indicateur de sentiment conçu pour mesurer le sentiment économique à six mois et il est basé sur une enquête auprès des investisseurs institutionnels et individuels et des analystes

« Nous pensons que les BPA devraient être révisés à la baisse en Europe plus qu'aux États-Unis, car la croissance du PIB devrait être plus forte dans ce pays ».

Les grandes questions portent donc sur les bénéfiques et le potentiel d'une grave récession des bénéfiques. En ce début d'année, nous supposons déjà une normalisation de la tendance des BPA à l'échelle mondiale. Trois mois plus tard, le risque était orienté à la baisse compte tenu de l'impact stagflationniste de la crise en cours. Nous pensons que les BPA devraient être révisés à la baisse en Europe plus qu'aux États-Unis, car la croissance du PIB de ces derniers devrait être plus forte.

- **Perspectives de bénéfiques aux États-Unis :** La croissance américaine au-dessus de 3% a été globalement suffisante pour générer des bénéfiques positifs. Par conséquent, dans l'optique actuelle, il est probable qu'une récession des bénéfiques soit évitée. Nous prévoyons une croissance du BPA de l'ordre de 0 à 8%.
- **Perspectives de bénéfiques en Europe :** L'Europe est plus influencée par la croissance mondiale que les États-Unis. Notre dernière prévision de croissance mondiale est comprise entre 3,3% et 3,7%. Bien que la croissance mondiale de 3% soit généralement suffisante pour soutenir une croissance positive des bénéfiques en Europe, cela dépend

toujours de l'impact et de la durée du conflit. On peut s'attendre à ce que la croissance des bénéfiques en Europe se situe entre -5% et +5%. Par conséquent, une récession temporaire des bénéfiques est possible.

« Nous ne pensons pas que nous nous dirigeons vers une récession profonde, comme lors de la grande crise financière. Cependant, si tel était le cas, nous ne serions qu'à mi-chemin d'un marché baissier douloureux ».

Un scénario plus défavorable d'une récession des bénéfiques liée à une récession économique, comme la grande crise financière, est selon nous peu probable, même s'il n'est pas impossible si la guerre en Ukraine dégénère en grave crise énergétique mondiale. Dans ce cas, les marchés seraient à mi-chemin d'un marché baissier douloureux.

Nous sommes entrés dans la crise avec une option « value » qui reste valable tant qu'il existe un potentiel de croissance (pas de récession), l'inflation et les taux étant orientés à la hausse. La rotation des titres « value » ayant été très forte en janvier, nous avons privilégié la qualité dans cette option d'achat, ce qui a été positif pendant cette phase du marché. Nous avons récemment ajouté un positionnement défensif et nous continuons à nous concentrer sur le thème de l'inflation dans notre approche de sélection afin de faire face à la crise.

En se concentrant sur les marchés européens, une grande partie des mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans les cours. Sur un PER prévisionnel à 12 mois, le MSCI Europe est proche de ses plus bas sur 20 ans par rapport au S&P500, ce qui donne une idée de l'ampleur de l'impact européen. À long terme, cela comptera. Les fondamentaux (taux de vaccination élevé de l'Europe, potentiel de reprise de la croissance et soutien politique) sont solides et la croissance plus soutenue de la Chine peut également être favorable. La relance budgétaire sera également importante. On peut s'attendre dans les prochains jours à plus de clarté sur ce front après la réunion informelle du Conseil européen de Versailles (10 et 11 mars), qui discutera de la manière de renforcer les capacités de défense européennes et de réduire la dépendance énergétique.

Pour l'instant, l'Europe est une région bêta, très proche de l'escalade, et la sensibilisation est essentielle. Mais si la guerre ne s'étend pas suffisamment longtemps pour étouffer la croissance économique en Europe au point d'entraîner une récession, il y a une marge de manœuvre pour rechercher des opportunités d'achat.

« Nous confirmons notre approche prudente, mais nous reconnaissons que des opportunités d'achat pourraient s'ouvrir dans un avenir proche et nous restons donc prêts à ajuster notre positionnement vis-à-vis du risque de manière tactique. »

Nos principales convictions sont les suivantes :

- **Les perspectives économiques se sont dégradées et le scénario principal est désormais moins favorable, avec un ralentissement de la croissance et une hausse de l'inflation** (notamment en Europe à court terme). Bien que les risques baissiers s'accroissent, nous n'anticipons pas de récession mondiale.
- **La croissance chinoise devrait rester solide et soutenir l'économie mondiale**, tout en étant un catalyseur de la reprise européenne une fois le pire de la crise passé.
- La volatilité restera élevée et, malgré les fortes corrections des marchés, **nous maintenons une approche globalement prudente avec des couvertures en place contre l'issue incertaine de la crise.**
- **Nous conservons le biais de courte durée** et restons tactiques en termes d'ajustement de notre positionnement en durée, ce qui peut contribuer à la couverture en période de turbulences.
- **Tout soulagement géopolitique pourrait déclencher un rebond. Les incertitudes économiques étant déjà intégrées dans une large mesure dans les cours du marché**, nous sommes prêts à ajuster notre positionnement vis-à-vis du risque de manière tactique. En cas d'absence de détérioration drastique sur le front de la guerre, nous approchons du moment où rechercher des points d'entrée.
- **En ce qui concerne les actions**, nous maintenons notre biais en faveur des actions **value/quality, avec l'ajout de titres défensifs**. Il reste important d'être très sélectif et de se concentrer sur la résilience de l'inflation dans l'évaluation des opportunités.
- **Sur le crédit**, les risques sont plus liés à la liquidité que les fondamentaux à ce stade. Les conditions financières se resserrent, il est donc important de rester **attentif au risque de liquidité**.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'unité Investment Insights Unit, qui fait partie d'Amundi Institute, s'appuie sur l'expertise de son Directeur des investissements et sur les compétences d'Amundi en matière de placements afin de fournir des analyses et des outils concrets adaptés aux besoins des investisseurs. Alors que les investisseurs sont aujourd'hui exposés à de nombreuses sources d'informations, nous aspirons à devenir le partenaire privilégié de nos clients et à les aider à prendre des décisions d'investissement éclairées en leur apportant des informations régulières, claires, opportunes, intéressantes et pertinentes.



Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Définitions

- **Bêta** : le bêta est une mesure du risque liée à la volatilité du marché, 1 étant égal à la volatilité du marché et un chiffre inférieur à 1 correspondant à une volatilité moindre par rapport au marché.
- **Perte** : baisse de valeur d'un investissement, un fonds ou une matière première entre le pic et le creux d'une période spécifique, exprimée généralement en pourcentage.
- **Style d'investissement qualité** : style d'investissement cherchant à capter la performance d'actions de croissance de qualité, en recherchant les actions dont la rentabilité des fonds propres (ROE) est élevée, dont la croissance bénéficiaire annuelle est stable et dont l'endettement financier est faible.
- **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.

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 **10 mars 2022**. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. 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 sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit 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 : **10 mars 2022**.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée au capital de 1 143 615 555 € - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Directeurs de la publication

**Pascal
BLANQUÉ**

Chairman d'Amundi Institute

**Vincent
MORTIER**

Directeur des Gestions