

La Russie attaque l'Ukraine : les marchés vont devoir s'adapter au choc



PASCAL BLANQUÉ
Président de
l'Amundi Institute



Monica DEFEND
Directrice de
l'Amundi Institute



Matteo GERMANO
Directeur adjoint des
investissements du
Groupe



Vincent MORTIER
Directeur des
investissements du
Groupe

Avec la contribution de :
Claudia BERTINO
Responsable
d'Investment Insights,
Amundi Institute

Laura FIOROT
Responsable adjointe
d'Investment Insights,
Amundi Institute

- Les marchés mondiaux n'intégraient pas un scénario de guerre et sont en train de s'ajuster. Il faudra du temps pour que la situation se stabilise. En attendant, l'incertitude et la volatilité persisteront, avec la possibilité de voir des sur-réactions à la baisse. Le marché n'a pas encore pris la pleine mesure des impacts de ce choc géopolitique majeur. Il nous semble donc trop tôt pour nous repositionner à l'achat sur les actifs risqués.
- L'escalade des tensions entre la Russie et l'Ukraine ajoute de l'incertitude aux perspectives mondiales, à un moment où les banques centrales agissent pour lutter contre les pressions inflationnistes. Le conflit russo-ukrainien pèse sur la confiance des marchés et les prix des matières premières, dans un environnement déjà inflationniste. Le risque de stagflation en Europe augmente (l'inflation se renforce alors que la croissance faiblit). La Chine est relativement isolée de ces phénomènes, ce qui renforce le rôle des actifs chinois comme instruments de diversification dans les portefeuilles.
- D'un point de vue global, nous estimons qu'il faut maintenir les couvertures en place et rester prudent. Nous déconseillons de réagir de manière brutale aux excès qui se produiront vraisemblablement dans les prochains jours. Un positionnement adéquat dans les portefeuilles sur certaines valeurs refuge (obligations d'Etat, or et certaines devises) peut permettre d'amortir la baisse des actifs risqués. Les actions, du fait de leur liquidité, seront la première cible de réduction des expositions au risque et le crédit suivra probablement. Dans l'ensemble, il sera essentiel de conserver des volants de liquidités dans les portefeuilles et de rester très attentif à la gestion de cette liquidité.
- Une résolution rapide de la situation nous paraît très improbable et nous révisons à la hausse la probabilité d'une nouvelle augmentation généralisée des primes de risque. Les actions des banques centrales vont être déterminantes. L'orientation des politiques monétaires pourrait changer si la croissance est en danger.

La réaction du marché : le pire scénario d'une véritable attaque contre l'Ukraine s'est concrétisé. L'heure est à la vente des actifs russes ; les actifs risqués mondiaux sont soumis à une forte pression.

Le pire scénario d'une attaque russe contre l'Ukraine dans le but de démilitariser le pays est désormais une réalité. La probabilité d'une intensification du conflit avait clairement augmenté ces derniers jours, ce qui explique **pourquoi, dans une démarche de prudence, nous nous sommes récemment concentrés sur les couvertures et sommes devenus encore plus pessimistes vis-à-vis des actifs russes.**

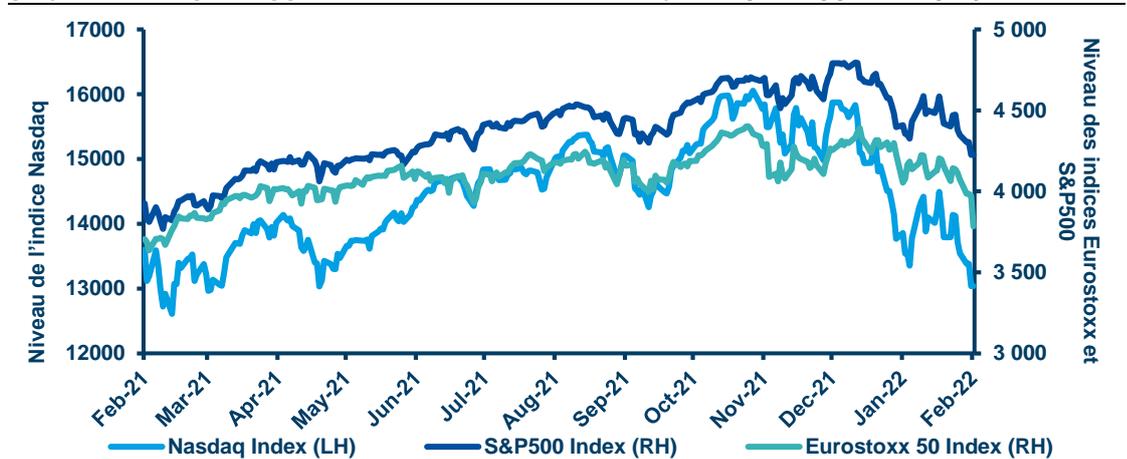
Pourtant, **les marchés mondiaux n'avaient pas prévu un scénario de guerre et ils doivent maintenant s'adapter à l'ampleur de cette action militaire. Cela prendra un certain temps avant que la situation se stabilise. Entre-temps, l'incertitude et la volatilité persisteront, avec probablement des sur-réactions à la baisse. Ce n'est pas le moment pour se repositionner à l'achat sur les actifs risqués, car le marché n'a pas encore pleinement intégré les effets de ce choc géopolitique.**

Pour le moment, le grand mouvement vendeur concerne les actifs russes, qui connaissent une baisse spectaculaire, ce qui a poussé la bourse russe à interrompre les échanges. L'indice boursier russe Moex accuse un repli de 50 % par rapport aux pics atteints en octobre et le rouble s'est encore affaibli à 86 roubles pour un dollar.

Du côté des marchés mondiaux, nous observons une forte demande de protection, avec une augmentation du coût de la protection contre le risque de crédit et une ruée vers les valeurs refuges, en particulier l'or, qui a dépassé les 1 940 dollars l'once à l'heure où nous écrivons. Le dollar américain, le franc suisse et le yen japonais ont également bénéficié de ce contexte de forte demande de valeurs refuges. En ce qui concerne les bons du Trésor américain, considérés comme des valeurs sûres, la réaction a été contenue jusqu'à présent : le rendement est passé sous la barre des 1,90 %, car les anticipations d'une Fed qui durcirait sa politique du fait d'une inflation élevée limitent la baisse des rendements. Les rendements des Bunds allemands reculent et reviennent vers zéro.

La volatilité a augmenté de manière significative : le VIX a atteint 36 ce matin, et les marchés boursiers mondiaux sont en baisse, mais nous n'assistons pas encore à des ventes massives. Les marchés asiatiques ont clôturé en baisse (-1,8 % pour le Nikkei ; -3,20 % pour le Hang Seng), et les marchés européens et américains sont en baisse au moment de la rédaction de cet article.

Le S&P500 et l'Eurostoxx 50 sont en phase de correction (environ -14 % par rapport au pic), le Nasdaq se rapproche d'un marché baissier (-20 % par rapport au pic)



Source : Amundi Institute à partir de données Bloomberg. Données au 24 février 2022.

Nous pensons qu'il ne s'agit que de la première étape de l'ajustement dans un processus qui pourrait se prolonger dans les prochaines semaines en fonction de l'évolution de la situation. Les marchés vont réévaluer la situation, notamment en ce qui concerne :

- **Les sanctions et leurs implications.** Nous nous attendons à ce que des sanctions beaucoup plus sévères soient prises par l'Europe et les États-Unis, ce qui nuirait à la capacité de négocier des actifs russes et pourrait donc provoquer de nouvelles perturbations sur ces marchés. Nous ne nous attendons pas à des représailles majeures liées à l'énergie, car cela n'est ni dans l'intérêt de la Russie ni dans l'intérêt de l'Europe.
- **Le prix du pétrole et la dynamique des matières premières sont des indicateurs essentiels à surveiller.** Le pétrole a bondi au-dessus des 100 dollars le baril pour la première fois depuis 2014. Nous devrions assister à une intensification des négociations visant à garantir un approvisionnement suffisant pour éviter un choc pétrolier, avec la possibilité que l'Iran et l'Arabie Saoudite libèrent des réserves de pétrole. La hausse des prix du pétrole est une source majeure de risque inflationniste dans un contexte d'inflation mondiale déjà élevée. En outre, la Russie produit d'autres matières premières à l'échelle mondiale comme le palladium, le platine et le blé (dont l'Ukraine est aussi un producteur

« Les banques centrales devront faire face à une accélération de l'inflation alors que les risques liés aux perspectives de croissance seront accrus. Le risque d'erreurs en termes de politique monétaire augmente donc. »

de premier plan), dont les prix sont également en train de flamber, ce qui renforce la pression inflationniste.

- **Augmentation de la probabilité d'un scénario de stagflation - surtout en Europe.** L'Europe est clairement la plus vulnérable à ce conflit géopolitique. Il augmente le risque de stagflation à un moment où la BCE semble vouloir réduire l'assouplissement quantitatif. La forte dépendance à l'égard du gaz naturel russe pour la production d'électricité pourrait présenter un risque majeur en termes de pouvoir d'achat des consommateurs et de hausse des coûts de production pour les entreprises. Les principaux approvisionnements de l'Europe en produits russes sont les métaux de base, les produits chimiques et les produits manufacturés de base. Dans le contexte actuel de goulets d'étranglement toujours importants au niveau de l'approvisionnement, de prix élevés des matières premières et, plus généralement, de coûts élevés des facteurs de production, cette situation pourrait constituer un frein pour l'économie de l'UE dans plusieurs secteurs, notamment ceux qui consomment beaucoup d'énergie. Les pressions inflationnistes vont mécaniquement s'intensifier avec la hausse des prix des matières premières, augmentant le risque de stagflation et mettant en péril les mesures de la BCE. La nécessité de diversifier l'approvisionnement énergétique et de gagner en autonomie dans les secteurs stratégiques est maintenant une priorité sur l'agenda politique européen, tout comme la nécessité d'augmenter les dépenses militaires communes pour assurer la défense de l'Union européenne.
- **Réévaluation des politiques des banques centrales.** L'intensification de la crise entre la Russie et l'Ukraine a pour effet direct d'augmenter les prix de l'énergie, ce qui va renforcer les pressions inflationnistes. Toutefois, une détérioration du scénario économique rendra plus difficile toute action forte visant à contrer la montée de l'inflation.
- **Les équilibres géopolitiques mondiaux seront redéfinis, tout comme le rôle de l'OTAN.**

Convictions d'investissement. Jusqu'à ce que les marchés s'adaptent au choc et évaluent les retombées en termes d'inflation et de croissance, nous prévoyons que la volatilité restera élevée. Pour le moment, il faut maintenir les couvertures en place et rester prudent, mais sans réagir de manière disproportionnée aux excès que nous allons très probablement observer.

En termes d'allocation, il faut maintenir les couvertures en place, avec quelques réajustements tactiques. La protection fonctionne pour le moment, et à mesure que le marché va évoluer, nous devons nous réajuster à d'éventuelles baisses plus importantes. Un certain dépassement des coûts de protection (par exemple, sur le marché du crédit) pourrait également offrir des opportunités en termes de réajustement tactique. Néanmoins, ce n'est pas le moment de sous-estimer l'éventuelle intensification du conflit ou de supprimer les couvertures. **Dans l'ensemble, nous continuons à rester prudents.**

- **Au sein des marchés émergents, nous sommes maintenant encore plus prudents à l'égard de la Russie et de l'Ukraine, ainsi que du rouble,** en raison du risque de sanctions qui pourraient perturber la liquidité du marché. Un point essentiel à suivre est de savoir si les fournisseurs d'indices, MSCI et JP Morgan, pourraient décider d'exclure les actifs russes de leurs indices, ce qui forcerait le marché à déboucler davantage de positions.
- **En ce qui concerne les titres obligataires mondiaux et les obligations des pays émergents, nous sommes devenus tactiquement plus optimistes en termes de duration** (dans le cadre d'une position de duration encore assez courte), car ils font office de valeurs refuges et contribuent à couvrir l'exposition aux actifs risqués. Ces derniers jours, nous avons également mis en place une protection sur le crédit par le biais de CDS.
- Sur les actions, nous surveillons les valeurs exposées à la Russie et nous nous concentrons sur le thème de l'inflation en tant que facteur principal de performance.
- **Nous continuons à surveiller de près la liquidité sur tous les marchés.** Les conditions de liquidité semblent résister pour le moment, avec seulement de légères réductions dans certains pays émergents et sur le crédit (sauf pour les actifs russes où la liquidité est en train de disparaître).

« Une certaine duration, l'or et les monnaies refuges peuvent amortir les pressions sur les actifs risqués. »

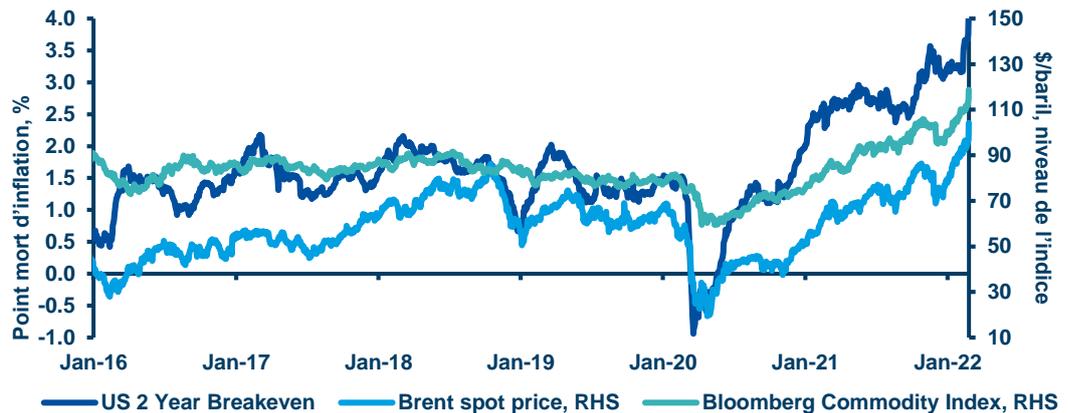
Perspectives : suivre de très près l'évolution de la situation et se préparer à aller plus loin dans les ajustements des portefeuilles.

Il est difficile d'envisager une résolution rapide de la situation. Ce choc aggrave la situation inflationniste et nuit aux perspectives de croissance, en particulier en Europe. La volatilité des actions restera élevée, car les actions, du fait de la liquidité qu'elles offrent, seront la première cible de réduction rapide des profils de risque.

Les actions des banques centrales vont être déterminantes. L'orientation des politiques monétaires pourrait changer si la croissance est en danger.

Les anticipations d'inflation augmentent dans un contexte de hausse des prix du pétrole et des matières premières

« Le thème de l'inflation est encore plus présent, ce qui renforce la nécessité d'envisager la construction de portefeuille à travers le prisme de l'inflation. »



Source : Amundi Institute à partir de données Bloomberg. Données au mercredi 23 février 2022.

La question clé est maintenant de savoir quelle sera l'ampleur du réajustement des primes de risque, au-delà des actifs russes. Nous nous attendons à de nouveaux ajustements, *a minima* pour faire face au fait que la probabilité de stagflation a augmenté de manière significative – en particulier, en Europe, le marché le plus exposé. Les investisseurs devront relever le défi de construire une allocation en gardant à l'esprit deux scénarios qui pourraient se concrétiser. Le premier est plus positif, avec une nouvelle hausse de l'inflation et une croissance qui reste résistante grâce à l'absence de perturbations majeures dues au conflit et à la dynamique toujours positive de la reprise économique post-Covid. L'autre est plus négatif, avec un choc de croissance et d'inflation. **Tout ceci indique qu'il faut garder un certain positionnement pour le meilleur (principalement via une exposition aux actions) mais se préparer au pire (en adaptant les couvertures à des scénarios encore plus défavorables).** Le thème de l'inflation est encore plus présent, ce qui renforce la nécessité d'envisager la construction de portefeuille à travers le prisme de l'inflation.

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

- **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.
- **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.
- **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.
- **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 **jeudi 24 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 : **24 février 2022**.

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

Président du Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des investissements du Groupe
