

# Russie-Ukraine : un résultat incertain qui impose de porter une plus grande attention à la liquidité



**Pascal BLANQUE**  
Chairman d'Amundi  
Institute



**Monica DEFEND**  
Directrice d'Amundi  
Institute



**Matteo GERMANO**  
Directeur adjoint des  
Gestions



**Vincent MORTIER**  
Directeur des Gestions

Avec la contribution de :

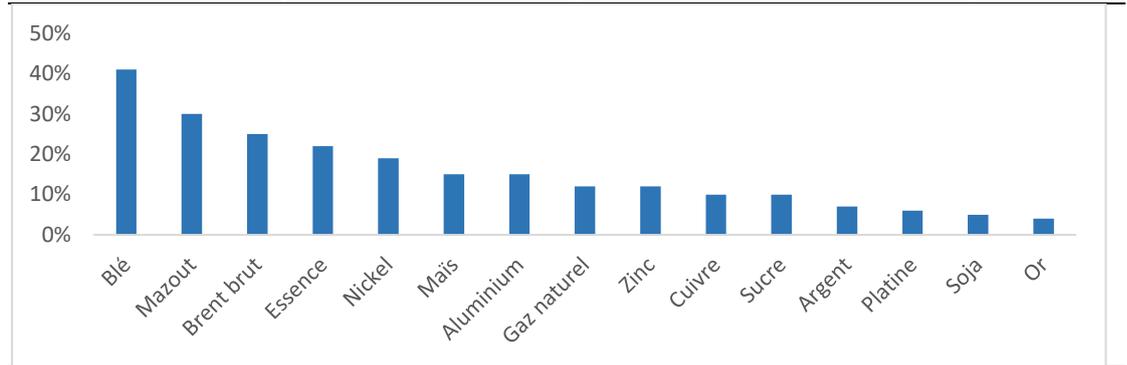
**Lorenzo PORTELLI**  
Responsable de la  
Recherche cross asset,  
Amundi Institute

- **Marchés** : au cœur de la crise, les actifs russes sont devenus presque toxiques, en raison des fluctuations spectaculaires de leurs cours, tandis que le marché tente de faire face à l'incertitude. Les actions européennes ont été pénalisées, les investisseurs anticipant les conséquences négatives de la guerre sur les résultats des entreprises. De leur côté, les matières premières se sont orientées à la hausse, et un certain nombre d'entre elles ont même enregistré une progression à deux chiffres. La « fuite vers la sécurité » a bénéficié aux obligations d'État, notamment aux rendements des bons du Trésor américain et des Bunds qui ont enregistré une tendance à la baisse.
- **L'Europe en ligne de mire** : l'Europe a clairement été la plus durement touchée par la crise, en raison de ses liens commerciaux avec la Russie. Elle devra donc placer en haut de son ordre du jour la nécessité de trouver de nouveaux partenaires commerciaux pour ses importations de pétrole et de gaz et l'accélération de sa transition énergétique vers les énergies renouvelables, sans provoquer de nouvelles pressions inflationnistes. Le cadre européen devrait s'en trouver renforcé.
- **La Chine affirme son rôle dans le nouvel ordre géopolitique**. La position officielle de la Chine est passée d'un rôle initialement passif à un rôle plus neutre sur le plan stratégique. Nous pensons que la Chine fait partie des grands gagnants dans cet environnement, car le cycle économique chinois est de plus en plus indépendant des États-Unis et les actifs chinois et le renminbi (RMB) sont considérés comme des actifs de diversification.
- **Principales convictions** : le conflit en Ukraine aura probablement un impact négatif sur la croissance et un certain impact sur l'inflation. Face à la faible visibilité concernant l'évolution de la crise et la forte volatilité, nous restons prudents dans l'allocation de nos actifs, en portant une attention encore plus grande à la liquidité, dans un contexte de détérioration générale des conditions de liquidité. Nous recommandons donc une approche hautement sélective des obligations et des actions, en mettant l'accent sur la persistance de l'inflation, qui reste le thème dominant.

## Réaction du marché : recherche de la sécurité dans un climat d'incertitude extrême

L'impact le plus notable de la crise sur le marché est d'avoir rendu les actifs russes presque toxiques. Moscou a maintenu sa bourse fermée pour la quatrième séance consécutive (pour la première fois depuis octobre 1988), et le rouble s'est déprécié sous la barre des 110 par rapport au dollar. Les marchés boursiers, en particulier en Europe, ont été caractérisés par un pic de volatilité et les prix de l'énergie ont également été sous pression. Nous assistons à une hausse des cours du pétrole et du gaz avec un cours du Brent à 118 dollars US/le baril (hausse de 25 % en une semaine). Le pétrole est appelé à rester sous pression au fur et à mesure de l'intensification du conflit. Les États-Unis commencent à discuter d'un éventuel embargo sur le pétrole russe et de la possibilité de trouver des approvisionnements supplémentaires. Les cours des produits de base ont, pour une large part, augmenté, en particulier ceux pour lesquels la Russie est un exportateur important, comme l'aluminium et le blé.

## Cours des matières premières en hausse (variation hebdomadaire en %)



Source : Amundi Institute à partir de données Bloomberg, 4 mars 2022. Bloomberg Commodity. Sub Indexes TR en USD.

La ruée sur les actifs refuges a profité aux rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, de retour à 1,73 % à la fin de la semaine, malgré les garanties données par Powell que l'incertitude économique dominante de la guerre ne détournerait pas la Fed de son programme de resserrement. **En fin de compte, les marchés continuent de prendre la mesure des sanctions imposées à la Russie, notamment l'exclusion de 7 banques du système SWIFT**, à l'exception de la plus grande banque de crédit Sberbank (qui a cependant quitté les marchés européens en raison d'importantes sorties de fonds) et de la filiale bancaire de Gazprom. L'interdiction entrera en vigueur le 12 mars et s'appliquera également à toute personne morale, entité ou organisme établi en Russie dont les droits de propriété sont détenus directement ou indirectement pour plus de 50 % par les banques susmentionnées.

**« Il existe plusieurs scénarios pour la poursuite de la crise. Ce qui est certain, c'est que la volatilité persistera et que les taux d'intérêt réels resteront en territoire négatif pendant un certain temps. »**

**Scénarios de crise : le temps ne joue pas en faveur de Poutine, qui est confronté à des pressions internes et externes croissantes pour trouver une solution rapide au conflit.** Sur le front interne, Poutine fait face à des pressions sur trois plans : de la part de la population russe accablée par la perspective d'une hyperinflation et l'assèchement de son épargne, de l'armée au vu des pertes croissantes, et des oligarques visés par les sanctions occidentales. **À l'heure actuelle, nous pouvons envisager soit une résolution à court terme soit une trajectoire à plus long terme.** Dans les deux cas, les issues sont multiples et s'accompagnent d'une intervention militaire et de perturbations économiques plus ou moins importantes, qui sont difficiles à prévoir. **Ce qui est clair, c'est que même une résolution à court terme entraînera probablement une période prolongée de volatilité plus élevée et une persistance des taux d'intérêt réels en territoire négatif, même si ces derniers devraient remonter de nouveau au fil du temps.**

## Anatomie d'une crise

| [A] L'Ukraine résiste, alors que Poutine a mis les forces de dissuasion nucléaire russes en état d'alerte  |   |   |   |   |  |   |
|--|---|---|---|---|--|---|
| [B] Résolution à court terme, pas de confrontation militaire avec l'Occident, pas d'escalade nucléaire   |   |   |   |   | [C] Prolongation des affrontements militaires et escalade militaire mondiale   |   |
| [B1] Voie de sortie acceptable pour Poutine  | [B2] La Russie met en place un gouvernement fantoche en Ukraine   | [B3] Guerre civile, siège en Ukraine, nombre élevé de pertes humaines   | [B4] Agitation au sein du régime de Poutine   | [B5] Désescalade nucléaire soutenue par la Chine  | [C1] Conflit de faible intensité avec perturbations limitées   | [C2] Conflit de haute intensité   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>● Partition et démilitarisation de l'Ukraine, ou l'Ukraine devient neutre.</li> <li>● La BC de retour sur la voie de la normalisation.</li> <li>● Soulagement des marchés. Les prix de l'énergie restent élevés dès lors que la diversification de l'offre se concrétise et que les fournisseurs se diversifient</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Prix de l'énergie élevés</li> <li>● Les prix du marché en Russie franchissent de nouvelles lignes rouges</li> <li>● Risque tangible de recul des bénéfices en Europe</li> <li>● Recherche d'actifs refuges, contraction des actifs liquides</li> <li>● Baisse de l'euro</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Escalade militaire localisée avec capitulation importante des marchés et ventes de panique</li> <li>● Les crises économique et financière de la Russie se reflètent sur les prix nationaux et s'étendent à l'EO</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Les crises économique et financière de la Russie se reflètent sur les prix nationaux et s'étendent à l'EO</li> <li>● Les États-Unis, l'Amérique latine et la Chine deviennent des classes d'actifs privilégiées ; nous restons sélectifs sur la valeur européenne</li> <li>● Prix de l'énergie élevés</li> <li>● La BC de retour sur la voie de la normalisation.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● La véritable diversification offerte par les actifs chinois génère des rendements réels ; le CNY se renforce face à l'USD, l'EUR se déprécie.</li> <li>● La BC à nouveau en mode de contrôle de l'inflation ; courbes de rendement stables.</li> <li>● Réajustement des primes de risque mondiales, mais risque d'un recul des bénéfices à l'échelle mondiale</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Lutte contre la stagflation à l'échelle mondiale : mouvement discutable des rendements sur la partie longue</li> <li>● Taux réels négatifs, retour vers les actions, le crédit et recherche de rendements réels sur les ME.</li> <li>● Recherche d'actifs sûrs et liquides</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● Le pire est à prévoir, y compris une occupation militaire des Occidentaux et de la Russie</li> </ul> |

Source : Amundi Research, au 3 mars 2022. ME: marchés émergents. BC : banques centrales USD : dollar américain. EUR : euro CNY : yuan chinois. Amérique latine : Amérique latine. EO : Europe orientale.

À plus long terme, certains thèmes de réajustement du marché devraient également être pris en compte, notamment :

- **La possibilité que les sanctions gèlent les transactions en dollars et en euros.** Une diversification accrue est à prévoir et pourrait potentiellement profiter au renminbi et à l'or.
- **Le thème de l'indépendance énergétique devrait sortir renforcé** de la crise et bénéficier à la demande pour les énergies alternatives.
- **Les cours du pétrole et du gaz devraient rester plus élevés** au cours des mois à venir, ce qui devrait contribuer encore davantage aux pressions inflationnistes.

« **La Chine pourrait jouer un plus grand rôle dans la crise en tant que médiateur. Elle va également figurer parmi les grands gagnants à l'échelle mondiale au sein d'un monde fragmenté** ».

**Le rôle de la Chine : à la lumière des évolutions de la confrontation Russie-Ukraine, la Chine entrevoit la possibilité d'intensifier son rôle.**

**Au fur et à mesure que la crise se confirme, la position officielle de la Chine est passée de celle d'un observateur mesuré et passif à celle d'un observateur plus neutre sur le plan stratégique.** En réponse à l'escalade militaire, Pékin a commencé à plaider en faveur de pourparlers de paix en vue d'un cessez-le-feu, et la première rencontre diplomatique entre le ministre chinois des Affaires étrangères Wang Yi et son homologue ukrainien Dmytro Kuleba a eu lieu le 1<sup>er</sup> mars. Nous avons également assisté à la première série de rapatriements chinois d'Ukraine, car la situation à court terme devrait empirer avant de s'améliorer, et il n'est plus question d'accepter une résolution rapide. **La perception de la population locale en Chine est également en train de changer et se concentre maintenant sur la crise humanitaire en Ukraine.**

**La crise actuelle pourrait bien donner à la Chine la possibilité de jouer un rôle plus visible et plus important.** À terme, la Chine souhaitera accroître son autosuffisance en technologies clés et se prémunir d'éventuelles sanctions financières. Elle se préoccupe de la stabilité mondiale et pourrait donc jouer un rôle plus important dans la médiation en faveur du cessez-le-feu. En outre, les intérêts de la Chine et de la Russie sont loin d'être parfaitement alignés, et l'affaiblissement de l'UE (un partenaire commercial majeur pour la Chine) n'est pas dans son intérêt. Dans l'ensemble, la Chine figure parmi les grands gagnants mondiaux. Son cycle économique est de plus en plus indépendant des États-Unis, ce qui pourrait constituer un précieux soutien pour le RMB et les actifs chinois.

**Côté occidental : les États-Unis sont davantage épargnés par la crise. À l'inverse, l'Europe est la plus touchée et revoit l'ordre du jour de ses priorités.**

**Les implications pour l'Europe sont plus larges que pour les États-Unis. La Russie est le 5<sup>e</sup> partenaire commercial de l'UE et représente 5% des échanges de l'UE. À l'inverse, elle ne figure qu'en 30<sup>e</sup> position pour les États-Unis, dont seul 1% des importations proviennent de Russie.** En outre, les États-Unis ont l'avantage d'être indépendants sur le plan énergétique. Les matières premières devraient jouer un rôle particulièrement important à cet égard :

- **Pétrole** : Les exportations russes vers l'Europe s'élèvent à environ 4 Mb/j (environ la moitié des exportations totales, alors que la production totale est d'environ 10 Mb/j). Pour replacer ces chiffres dans leur contexte, cela représente près de **30 % de la consommation de pétrole en Europe**. À court terme, ce manque sera difficilement couvert par l'OPEP. Un accord avec l'Iran pourrait changer la donne, car avant les sanctions, les exportations persanes étaient d'environ 2,5 Mb/j et les analystes les estiment à environ 1,5 Mb/j en cas d'accord. À quelques exceptions près, il existe aujourd'hui une réticence générale à acheter du pétrole russe, et la pénurie mondiale et la pression sur les prix devraient persister à court terme.
- **Blé** : les perturbations potentielles en Europe devraient affecter davantage l'Europe. Les importations sont importantes en ce qui concerne le maïs (estimées à 2,6 milliards), mais également pour les autres légumes et totalisent environ 5 milliards. Les importations agricoles européennes en provenance d'Ukraine représentent près de la moitié des importations de pétrole en provenance de Russie en dollars US.
- Le **palladium** offre un tableau contrasté. Les exportations russes sont estimées à 6,5 milliards (1/4 du total mondial) dont environ 3 milliards à destination de l'Europe. La dépendance de l'Europe est donc considérable, sans aucun potentiel significatif de diversification des importations.
- Le **gaz naturel** est le nœud du problème. L'Europe importe 40 % de son gaz de Russie. Nous savons, grâce à nos simulations du changement climatique et à nos politiques climatiques actives, qu'il existe un besoin de substitution du charbon par le gaz, qui stimule la demande pour le gaz. Même sans représailles russes, l'environnement prévu pour 2023-24 sera encore plus difficile, compte tenu de la quantité totale dont l'Europe a besoin pour reconstituer ses stocks pour les prochains hivers.

« **Contrairement à l'économie américaine qui a été épargnée par le choc, l'Europe est confrontée à une pression stagflationniste accrue.** »

« À plus long terme, le cadre européen sera dynamisé par l'émergence de priorités communes (diversification de l'énergie et défense commune). »

En tant que zone la plus touchée, l'Europe doit rapidement revoir son ordre du jour, en mettant davantage l'accent sur l'indépendance énergétique, une défense commune et la montée des risques économiques à court terme :

- **Les pressions stagflationnistes en 2022-23** peuvent entraîner un recul des bénéficiaires, qui risque clairement d'affecter les entreprises les plus exposées à la Russie.
- **Nous assistons à un revirement de la politique européenne de défense**, qui s'oriente vers une forte augmentation des dépenses militaires au cours de la prochaine décennie, et à une volte-face de la doctrine budgétaire.
- **À court terme, la BCE est prise au piège du QE**, et se retrouve incapable de mettre en œuvre les politiques qu'elle souhaiterait appliquer dans l'environnement actuel.
- **La diversification énergétique et la transition climatique impliquent une inflation plus élevée.** Malgré une accélération de la transition énergétique vers les énergies renouvelables, l'Allemagne devrait s'appuyer sur le charbon pendant de nombreuses années, et l'Europe doit trouver d'autres pays que la Russie pour diversifier ses sources d'approvisionnement.
- **Le risque d'une crise migratoire** : les chiffres augmentent de manière significative jour après jour et le nombre de réfugiés atteint presque 1,5 million à présent. D'après l'UE, ce chiffre pourrait atteindre les 7 millions si le conflit ne se termine pas bientôt.

**Convictions en matière d'investissement : restez prudents, car la volatilité va persister et concentrez-vous davantage sur la liquidité.**

La crise géopolitique actuelle va probablement empirer avant de s'améliorer et nous restons donc prudents dans notre allocation. Nous maintenons une position modérément prudente sur les actions (parmi les couvertures en place) et une position neutre sur le crédit au sein duquel nous constatons une forte discrimination d'une valeur à l'autre. La correction du crédit depuis le début de l'année a été suffisante pour être attractive sur un horizon prospectif de 12-18 mois. **Les risques les plus importants à moyen terme sont davantage liés à la trajectoire des taux et à la dynamique de l'inflation qu'à la qualité du crédit, qui, selon nous, restera globalement stable.**

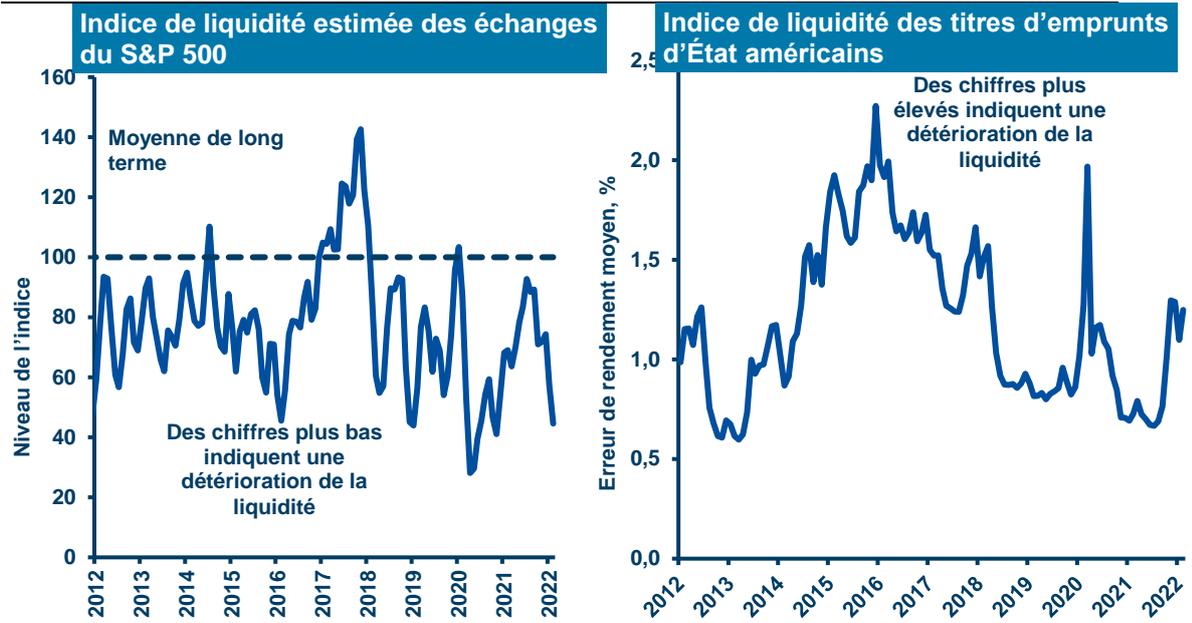
Dans le segment du haut rendement (HY), les marchés, qui ont récemment subi des désinvestissements importants de la part d'investisseurs non dédiés au haut rendement, devraient afficher une tolérance plus élevée au risque de crédit et une plus grande stabilité des prix à l'avenir. Nous pensons que les investisseurs dédiés au haut rendement généreront des entrées de capitaux une fois que nous aurons atteint une certaine stabilité du marché. En attendant le calendrier des nouvelles émissions/les nouvelles offres devraient rester limitées. Un tel contexte pourrait offrir des opportunités sélectives au sein de ce segment.

Au sein de la classe d'actifs Investment Grade (IG), le secteur du crédit BBB est l'endroit idéal pour la résistance et le portage des taux. Le segment Investment Grade de qualité inférieure a souffert par rapport au crédit de meilleure qualité et offre un portage satisfaisant. **La dette subordonnée IG a corrigé et nous paraît survendue. Encore une fois, nous nous attendons à l'heure actuelle à une dégradation du contexte géopolitique, et nous cherchons des opportunités de manière très sélective dans ce segment.**

**La liquidité se détériore dans toutes les principales classes d'actifs. En général, les contrats à terme futures et les autres produits dérivés sont plus actifs que les instruments sous-jacents.** L'assèchement de la liquidité signifie également que la profondeur de marché - la capacité d'absorber des ordres importants sans affecter sensiblement les prix - s'est globalement dégradée. Les spreads bid/ask sont maintenant similaires aux niveaux observés au milieu du choc du Covid. Cette tendance touche non seulement les actions et le crédit, mais également les marchés de taux. Des signes de tensions commencent à émerger sur les marchés des taux américains et certains indicateurs de la profondeur de marché se détériorent. Le Bloomberg US Government Securities Liquidity Index (Indice Bloomberg de liquidité des titres d'emprunts d'État américains), qui mesure les écarts de rendement par rapport à un modèle de juste valeur, reste proche de ses sommets annuels (voir figure ci-dessous). **Bien qu'aucune tension significative ne pèse pour l'instant sur les conditions de trading, nous pensons qu'il est important d'insister davantage sur la liquidité.**

« Nous constatons une détérioration générale de la liquidité. »

## Détérioration des conditions de liquidité



Source : Amundi Institute à partir de données Bloomberg. Données au 4 mars 2022.

## AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit est de transformer notre expertise en CIO, ainsi que les connaissances globales d'Amundi en matière d'investissement, en connaissances et outils pratiques 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](http://www.amundi.com)



### Définitions

- **Points morts 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.
- **Credit Default Swap (CDS)** : Un swap de défaut de crédit (CDS) est un contrat d'échange financier aux termes duquel le vendeur du CDS s'engage à rémunérer l'acheteur en cas de défaut sur un prêt ou d'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** : Une somme d'argent payée régulièrement (en général chaque année) par une entreprise à ses actionnaires sur ses bénéfices (ou réserves)
- **FX** : désignent les marchés des changes sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **Haut rendement** : Obligation versant un rendement élevé assortie d'une faible note de crédit en raison du risque de défaut élevé de l'émetteur.
- **Système de paiement SWIFT** : La Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication est une coopérative qui sert d'intermédiaire et d'exécuteur 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 6 mars 2022. La diversification ne garantit pas un profit ni ne protège 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 : 7 mars 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](http://www.amundi.com).

---

#### Directeurs de la publication

**Pascal BLANQUÉ**

*Chairman d'Amundi Institute*

**Vincent MORTIER**

*Directeur des Gestions*

---