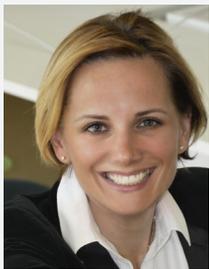


Spécial Ukraine



Pascal BLANQUÉ,
Chairman, Amundi Institute



Monica DEFEND,
Directrice d'Amundi Institute



Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views

Avant-propos

L'invasion de l'Ukraine par les troupes russes a pris l'Europe par surprise, lui rappelant les heures les plus sombres qui ont précédé la Seconde Guerre mondiale. Les pays de l'OTAN et les dirigeants européens ont jusqu'à présent exclu toute confrontation militaire directe en raison du risque d'escalade entre puissances nucléaires.

Cependant, les démocraties occidentales et la Russie se sont engagées dans une confrontation sans précédent au cours des derniers jours. Celle-ci prend la forme d'une guerre économique et financière sans merci, dont l'objectif déclaré est d'asphyxier l'économie russe. Le gel des avoirs de la Banque centrale russe est une mesure qui porte atteinte à sa souveraineté financière, l'empêchant de lutter contre l'effondrement du rouble. Les sanctions entraîneront une profonde récession en Russie, ce qui devrait empêcher Poutine de financer une guerre longue.

Notre scénario de base est donc « un conflit de courte durée ». Mais nous gardons à l'esprit que dans l'histoire, les conflits de courte durée peuvent durer de nombreux mois. L'incertitude quant à l'issue du conflit ne devrait pas se dissiper rapidement.

L'interconnexion financière et le niveau élevé de mondialisation confèrent aux armes économiques une puissance qu'elles n'avaient guère aux siècles passés. Deux ordres s'affrontent : l'ordre économique et financier et l'ordre militaire, ce qui est sans précédent dans l'histoire moderne. Le choc de l'incertitude qui en résulte aura inévitablement des conséquences majeures.

Dans cette édition spéciale, nous tentons d'apporter un éclairage sur différents scénarios et questions possibles. Paradoxalement, c'est peut-être à plus long terme que les conséquences les plus évidentes de la crise actuelle émergent.

Sur le plan politique, l'OTAN est sortie renforcée de cette crise et l'Europe a pu montrer son unité sur des questions qui faisaient l'objet de désaccords (politique de défense, livraisons d'armes, nature des sanctions). Mais les conséquences vont au-delà de l'Europe et de l'OTAN. Le rôle que jouera la Chine donnera une nouvelle forme au nouvel ordre international.

Les investisseurs doivent garder à l'esprit que nous ne vivons pas une époque normale. Nous sommes au milieu d'un changement de régime caractérisé par des forces inflationnistes sans précédent, jamais observées ces cinquante dernières années. Le régime vers lequel nous nous dirigeons (voir « Russia conflict marks a further step on the road back to the '70s »¹) n'est pas seulement inflationniste par nature. Il s'accompagnera d'un sévère réajustement de l'ordre géopolitique (impliquant une plus grande fragmentation), avec la mort définitive de la mondialisation et l'émergence d'une régionalisation centrée sur de nouvelles puissances mondiales. Parmi les gagnants figurera la Chine, dont le cycle économique gagne en indépendance par rapport aux États-Unis et dont le renminbi est de plus en plus utilisé comme monnaie d'échange pour la région.

Dans tous les cas, l'évolution du conflit aura des conséquences (géo)politiques et économiques importantes et nous espérons que ce document aidera les investisseurs à comprendre les enjeux de l'allocation d'actifs.

¹Pascal Blanqué. « Russia conflict marks a further step on the road back to the '70s ». *Shift & Narratives* #14 mars 2022.

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

[A]¹ Notre position

Impact géopolitique

1. La réponse de l'Occident à l'invasion de l'Ukraine par la Russie

L'Occident cherche à asphyxier progressivement l'économie russe. Les sanctions visent à déclencher une crise financière systémique et une récession économique en Russie. L'Occident fera tout ce qu'il faut pour éviter une confrontation militaire directe.

Au moment de la rédaction de ce rapport, des sanctions partielles sont en place et des décisions importantes ont été prises :

- Des **sanctions individuelles** contre les oligarques russes avec un impact limité, car ils avaient isolé de manière préventive leurs affaires
- L'exclusion de plusieurs prêteurs russes de **SWIFT**. Les principaux prêteurs à surveiller seront VTB, Sberbank et Gazprombank
- Le gel des **réserves de la Banque centrale de Russie** à l'étranger pour limiter la protection du rouble. Cette mesure aura les conséquences financières les plus graves, car elle accroît le risque de défaut sur les actifs russes
- **L'interdiction de l'espace aérien européen** aux avions russes
- Les **annonces d'augmentation des dépenses militaires**, à commencer par l'Allemagne, ce qui constitue un changement de paradigme politique

Points clés à souligner :

- Les **sanctions** doivent être fortes, mais pas au point d'exacerber la flambée des prix de l'énergie (la Russie aura toujours accès à plusieurs milliards de dollars de recettes d'exportation en devises fortes) ou de mettre Poutine dans une position où il n'a plus rien à perdre
- La **Chine est dans une attitude attentiste** : une position pragmatique et opportuniste
 - La Chine appelle à l'arrêt de la violence ; elle ne veut pas devenir le canal financier des avoirs russes, mais elle ne veut pas non plus faire capoter son partenariat commercial avec la Russie.
 - C'est la Chine qui change la donne. La Chine voudra, à un moment donné, montrer qu'elle jouera un rôle central dans le nouvel ordre mondial
 - La Chine n'a probablement aucun intérêt dans un conflit à long terme qui aggraverait les pressions déflationnistes mondiales. Cela renforcerait le rôle international du renminbi et la diversification procurée par les actifs chinois, à moins que la situation actuelle n'inspire une résolution militaire à Taïwan
- **L'Inde** reste fidèle à la Russie et s'est abstenue de voter la résolution du Conseil de sécurité des Nations Unies qui condamne l'invasion de Poutine

2. Ukraine et Russie : premiers pourparlers diplomatiques près de la frontière entre l'Ukraine et la Biélorussie

Il ne s'agissait pas de négociations directes, mais de « négociations sur la formation d'un ensemble de premier round de négociations – sur le lieu et le moment où ces négociations peuvent avoir lieu ». Bien que le premier round n'ait pas été concluant, les deux parties ont accepté de se rencontrer pour un deuxième round.

La Russie a déjà déclaré qu'elle n'arrêterait pas l'opération militaire, même pendant la durée de ces négociations.

L'Ukraine résiste, tandis que Poutine a ordonné dimanche que les forces nucléaires russes soient mises en état d'alerte, citant des déclarations agressives de l'OTAN.

¹ Les lettres renvoient à la position de l'événement (p.17) dans l'arborescence

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

Impact économique

3. Ralentissement de la croissance et hausse de l'inflation en Europe

La guerre ukrainienne se déroule dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et d'inflation élevée. Plus le conflit durera, plus la confiance des consommateurs et des entreprises se détériorera, et plus il est probable que l'inflation restera élevée et que l'activité économique ralentira.

Il est difficile d'anticiper les retombées économiques liées au conflit, compte tenu du niveau élevé d'incertitude. C'est une douche froide pour les investisseurs, car, en plus de l'inflation, il y aura un impact négatif sur la croissance, en particulier en Europe.

L'Europe a déjà été touchée par l'augmentation des prix de l'énergie, qui érode le pouvoir d'achat des consommateurs et les bénéfices des entreprises, et dilue la puissance de feu du plan de relance NGEU par la hausse des coûts. Par conséquent, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance et à une hausse de l'inflation : le risque de stagflation d'ici fin 2022 / début 2023 augmente. La zone euro va payer le prix économique le plus élevé, même si la crise est de courte durée.

4. La politique monétaire, un contexte plus difficile pour la BCE que pour la Fed

La BCE et la Fed vont préférer rester prudentes à court terme. Toutes deux auront probablement à cœur de marquer leur volonté de normaliser leur politique monétaire cette année afin d'ancrer les anticipations d'inflation, ce qui pourrait exercer une pression supplémentaire à la baisse sur la demande intérieure.

Toutefois, la question de la politique monétaire ne se posera pas dans les mêmes termes pour la Fed et la BCE. La Fed peut plus facilement justifier les hausses de taux et réduire son bilan que la BCE. Le risque d'un net ralentissement économique est beaucoup plus prononcé en Europe qu'aux États-Unis.

5. L'autonomie stratégique de l'Europe devient une priorité et modifie la politique budgétaire

En raison de sa proximité géographique et de sa dépendance énergétique, l'UE aura besoin d'un soutien budgétaire important et devra décider ce qui doit être prioritaire : diversifier les fournisseurs d'énergie ou la défense.

a) Diversifier l'approvisionnement en énergie :

Le but ultime est d'accélérer la transition écologique et de diversifier les fournisseurs d'énergie pour limiter les dépendances extérieures, mais l'évolution prendra plusieurs années. Par conséquent, des solutions d'atténuation devront être mises en œuvre dans l'intervalle :

- L'Allemagne construit rapidement deux terminaux de GNL pour sortir de sa dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie.
- L'UE a annoncé une émission d'obligations extraordinaire en mars pour permettre des prêts aux États membres et atténuer les fluctuations des prix du gaz (instruments de type SURE)

b) Un revirement dans les budgets militaires :

L'UE a approuvé une aide militaire de 450 millions d'euros pour l'Ukraine. L'Allemagne a annoncé un « fonds spécial » de 100 milliards d'euros pour son armée dans son budget 2022, ce qui constitue un changement de régime en ce qui concerne le budget militaire.

Nous pouvons nous attendre à ce que d'autres pays européens emboîtent le pas à ce qui constitue un revirement majeur de la doctrine européenne en matière de dépenses importantes dans le secteur militaire.

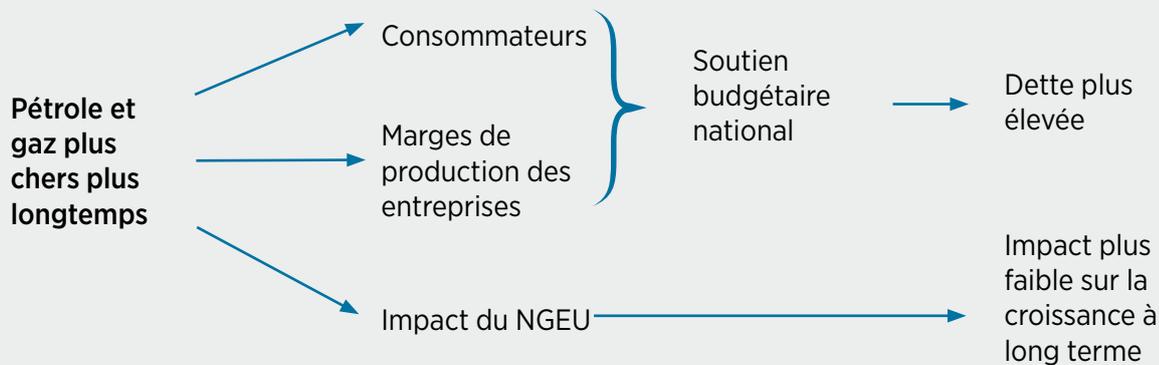
Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

Point clés à souligner :

- Si les Européens veulent financer la transition écologique, diversifier les fournisseurs d'énergie et augmenter les dépenses de défense en même temps, ils devront revoir considérablement leur doctrine en matière de politique budgétaire. Mais il n'y a probablement jamais eu autant de convergence d'intérêts en Europe sur ce point.

Impact sur les matières premières

Les prix de l'énergie resteront élevés : l'Europe restera l'otage de la Russie jusqu'à ce que la diversification de l'offre et/ou la transition énergétique progressent.

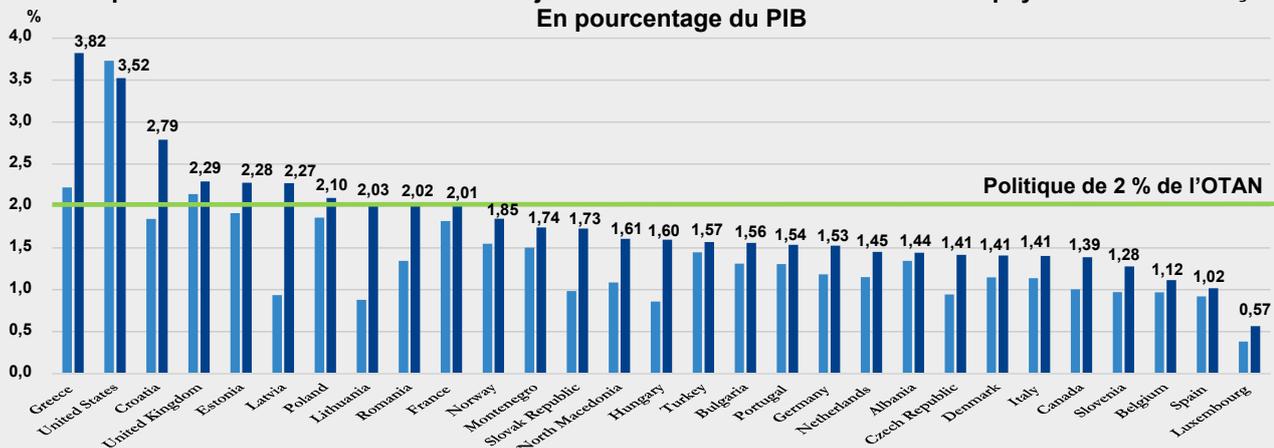


Les prix des denrées alimentaires et du gaz chimique (pour la production de semi-conducteurs) ont augmenté mais pourraient se normaliser si le conflit est de courte durée

Marchés financiers

La réaction de la semaine dernière a été limitée : les rendements à long terme et les devises sont restés pratiquement inchangés, les actions mondiales ont progressé (l'indice HSCEI étant la seule exception). Nous nous attendons à ce que cette réaction modérée du marché soit de courte durée, à moins que la désescalade ne se concrétise. Nous pensons que l'action du marché et les prix des actifs ne reflètent pas une nouvelle escalade militaire ni la nouvelle évolution du régime (vers plus de stagflation, du moins en Europe). Une correction du marché pour réinitialiser les primes de risque nous semble probable.

Dépenses de défense inférieures à l'objectif de 2 % de l'OTAN – de nombreux pays sont bien en deçà
En pourcentage du PIB



Remarque : les chiffres pour 2021 sont des estimations

Source : OTAN, juin 2021

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

[A]
L'Ukraine résiste, tandis que Poutine a ordonné dimanche que les forces nucléaires russes soient placées en état d'alerte

[B]
Résolution à court terme + pas de confrontation militaire avec l'Occident, ni d'escalade nucléaire

[C]
Lutte militaire prolongée et escalade militaire mondiale

B1] Porte de sortie acceptable
pour parler diplomatiques / sanctions dissuasives

B2] La Russie crée un gouvernement « soumis » en Ukraine, nombre de victimes limité, pas de siège de Kiev

B3] Siège de la guerre civile à Kiev, nombre élevé de victimes (résolution à l'image du conflit tchétchène)

B4] Troubles dans le régime de Poutine (putsch militaire)

B5] Désescalade nucléaire appuyée par la Chine

C1] Conflit de faible intensité avec perturbations limitées de la chaîne d'approvisionnement (évolution de B2)

C2] Conflit de haute intensité (évolution de B3)

- Division et démilitarisation de l'Ukraine et/ou passage de l'Ukraine à un statut « neutre »
- Retour des banques centrales au mantra de la normalisation
- Soulagement des marchés : réévaluation limitée des primes de risque relatives mondiales, retombées mondiales limitées, mais risque réel de récession des bénéficiaires.
- Les prix de l'énergie demeurent élevés jusqu'à ce qu'une diversification de l'offre se concrétise (p. ex., en Arabie saoudite ou en Iran) et que la recherche pour diversifier les fournisseurs progresse davantage.
- Les prix de l'énergie resteront élevés
- Instabilité des marchés (les marchés commençant à comprendre que la Russie pourrait franchir de nouvelles lignes rouges)
- Risque réel de récession des bénéficiaires (Europe)
- Recherche de valeurs refuges, vente d'actifs liquides (les actions et le crédit étant les principaux candidats à la réévaluation)
- Affaiblissement de l'euro
- Escalade militaire sélective avec capitulation et vente de panique sur les grands marchés
- Reflet de la crise économique et financière russe dans les prix intérieurs avec des retombées sur l'Europe de l'Est
- Reflet de la crise économique et financière russe dans les prix intérieurs avec des retombées sur l'Europe de l'Est
- Les États-Unis, l'Amérique latine et la Chine sont les classes d'actifs privilégiées, une Europe sélective valeur + qualité
- Les prix de l'énergie resteront élevés
- Retour des banques centrales au mantra de normalisation, aplanissement des courbes de rendement
- Risque élevé de récession des bénéficiaires (Europe)
- Affaiblissement de l'euro, effondrement du rouble, perturbation des devises
- Les actifs chinois sont le véritable facteur de diversification offrant des rendements réels + RMB > USD ; affaiblissement de l'euro
- Retour des banques centrales au contrôle de l'inflation, aplanissement des courbes de rendement
- Réévaluation des primes de risque mondiales mais risque de récession mondiale des bénéficiaires
- Lutte contre la stagflation mondiale : mouvement discutable des rendements sur la partie longue de la courbe
- Taux réels négatifs, après correction, retour aux actions, au crédit et à la recherche de sources de rendement réel dans les pays émergents
- Recherche d'actifs liquides sûrs (liquidités, trésorerie, actions de haute qualité et de valeur)
- Le pire est à prévoir, y compris une confrontation militaire entre l'Occident et la Russie

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

À quoi s'attendre ?

Nous décrivons ci-dessous deux issues possibles [B] et [C] avec le sous-ensemble de l'évolution potentielle (1, 2, 3...) et leurs impacts sur les marchés économiques et financiers

[B] Résolution dans quelques semaines ou quelques mois

B1] Sortie acceptable pour Poutine (rappelant Cuba en 1962 ?) – Succès des pourparlers diplomatiques entre l'Ukraine et la Russie et / ou des sanctions dissuasives

Impact économique (B1)

- Les banques centrales reviennent à leur rhétorique de normalisation, mais la croissance européenne ralentit et risque de tomber en récession (sur les cicatrices existantes et les erreurs de politique de la BCE dans le relèvement des taux et la réduction progressive des dispositifs de soutien)
- Les États-Unis, les exportateurs de matières premières de l'Amérique latine et la Chine sont les classes d'actifs privilégiées

Marchés financiers (B1)

- Privilégier les actions liées à la défense et à la cyber-défense
- Les actions liées à l'informatique pourraient à terme bénéficier de cette crise
- Les prix de l'énergie restent élevés jusqu'à ce qu'une diversification structurelle des fournisseurs soit mise en place (cela prendra des années)

B2] La Russie gagne : elle met fin au gouvernement de Zelensky, le remplace et se prépare à franchir de nouvelles lignes rouges

Impact économique (B2)

- Le conflit en Ukraine ouvre la porte à la poursuite du déploiement de la Russie en Europe, en visant les Pays baltes et la Pologne
- Guerre civile en Russie / Ukraine avec un grand nombre de pertes humaines
- La Russie teste l'OTAN avec des cyberattaques ou l'OTAN riposte, franchissement par la Russie de nouvelles lignes rouges dans le futur
- La Chine voudra montrer son rôle dans le nouvel ordre international
 - > D'autres conflits militaires pourraient éclater

Marchés financiers (B2)

- Les prix de l'énergie resteront élevés
- Instabilité des marchés (les marchés commençant à comprendre que la Russie pourrait franchir de nouvelles lignes rouges)
- La récession des bénéfices est un risque réel (Europe)
- Recherche de valeurs refuges, vente d'actifs liquides (actions, crédit)
- L'euro s'affaiblit

B3] Guerre civile, siège de Kiev, nombre élevé de victimes (résolution à l'image du conflit tchétchène)

Impact économique (B3)

- Massacre à Kiev et dans d'autres villes : le nombre de victimes est inacceptable pour les Russes
- Cela entraînera probablement une forme de confrontation militaire directe avec l'Occident (mais pas d'escalade nucléaire)

Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

Marchés financiers (B3)

- Capitulation des marchés et vente de panique

B4] La Russie perd : une opposition importante menace le régime de Poutine

- La répression autoritaire intérieure se durcit, conduisant à des troubles sociaux et/ou à une guerre civile en Russie

Impact économique (B4)

- La Russie connaît une récession économique et une crise financière avec des retombées mondiales limitées si la nouvelle structure russe est perçue comme un « satellite occidental ».

Marchés financiers (B4)

- Correction des marchés puis un monde de type fragmenté qui pourrait favoriser les actifs américains et asiatiques et peut-être l'Europe si une récession profonde est évitée

B5] Désescalade nucléaire appuyée par la Chine : manœuvres rapides de guerre

- L'UE et les États-Unis appliquent de nouvelles sanctions, un pouvoir écrasant sous une forme civilisée.
- La Chine se joint à l'Occident pour condamner la violence
 - > La Russie arrête ses opérations militaires. L'économie est gelée mais le régime politique survit.

Impact économique (B5)

- Retards dans les chaînes d'approvisionnement en matières premières (notamment en ce qui concerne le pétrole brut, le gaz naturel, le charbon, le nickel, l'aluminium, le palladium, le titane et le minerai de fer), perturbation ou blocage des échanges
- Frein à la croissance économique mondiale
- La Russie rentre dans une crise financière systémique et une récession économique (dont la profondeur dépend de la durée de la guerre)
- Efforts budgétaires et monétaires de plus en plus audacieux. La BCE recule par rapport à la normalisation
- Crise des migrants en Europe
- L'Europe entre dans la nouvelle doctrine militaire

Marchés financiers (B5)

- Pression soutenue sur les marchés de l'énergie
- Des marchés financiers en eaux inconnues (en raison du risque systémique sur les marchés russes)
- Fuite vers la qualité (valeurs refuges classiques)
- La coupure de certaines banques russes de SWIFT encourage l'utilisation de canaux alternatifs, notamment les crypto-actifs (par exemple, Ethereum)

[C] La résolution du conflit prend plus de temps

Impasse militaire, résistance de l'Ukraine et poursuite de l'offensive russe pendant des mois

C1] Lutte militaire prolongée, mais conflit de faible intensité

Impact économique (C1)

- Pertes civiles et militaires
- Perturbation limitée de la chaîne d'approvisionnement mondiale



Spécial Ukraine Anatomie d'une crise

- Mécontentement et colère croissants de la population en Russie
- Escalade dans les sanctions infligées à la Russie
- Élargissement de l'OTAN, avec adhésion probable des pays nordiques, mais pas de confrontation militaire directe
- Stagflation en Europe
- La BCE perd de facto son indépendance. Elle devra reconsidérer les achats d'actifs (pour soutenir les dépenses de défense et de transition énergétique) directement ou indirectement.

Marchés financiers (C1)

- Lutte contre la stagflation mondiale : Retour des banques centrales au premier plan avec une progression discutable sur la partie longue de la courbe des taux et les conditions financières mondiales
- Les taux réels resteraient en territoire négatif : après une correction, les investisseurs se repositionneraient sur les actions et le crédit, à la recherche de sources de rendement réel dans les pays émergents
- Recherche d'actifs liquides sûrs (liquidités, trésorerie, actions de haute qualité et de valeur)

C2] Lutte militaire prolongée et à fort impact : attendez-vous au pire

- Utilisation possible d'armes nucléaires
- Risque systémique mondial, stagflation mondiale, effondrement et forte volatilité des marchés financiers

Une période de guerre peut justifier une forte répression financière. Les taux d'intérêt réels resteront en territoire profondément négatif.

Finalisé le 1^{er} mars 2022

Spécial Ukraine Questions et réponses

Des réponses à vos questions

Nos réponses à certaines des questions clés posées concernant la crise ukrainienne

1] L'économie mondiale va-t-elle ou non entrer en stagflation ?



Pierre BLANCHET,
Responsible Investment
Intelligence

*Plus le conflit durera,
plus la confiance
des ménages et
des entreprises se
détériorera*

La guerre ukrainienne intervient dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et de forte inflation. La reprise post-Covid-19 est désormais l'affaire du passé. Les économies devaient revenir vers leur potentiel avec moins de goulets d'étranglement et de difficultés d'approvisionnement, ce qui aurait permis de réduire les pressions inflationnistes. Mais, l'invasion russe a poussé les prix de l'énergie à des niveaux records et a réduit la visibilité à court terme.

En Europe notamment, nous prévoyons que la dynamique de la demande intérieure sera freinée par **une hausse de l'inflation (augmentation des prix de l'énergie et des matières premières), que la hausse des prix à la production aura un impact sur les marges bénéficiaires des entreprises, que la hausse des taux d'intérêt affectera les investissements et que l'impact du programme NGEU sera dilué par la hausse des coûts.** Ce choc d'incertitude pourrait, à court terme, affecter la dynamique des investissements des entreprises et de la consommation des ménages. Les sanctions contre la Russie pourraient limiter les exportations de matières premières essentielles et de céréales, en plus du pétrole et du gaz. Les pénuries d'approvisionnement pourraient à terme avoir un impact négatif sur la production industrielle et les consommateurs pourraient être affectés par la hausse des prix des denrées alimentaires.

Plus le conflit durera, plus la confiance des ménages et des entreprises se détériorera, et plus l'inflation risque de rester élevée et l'activité économique de ralentir. Le choc de confiance sera plus fort en Europe continentale qu'aux États-Unis, en raison de la proximité géographique du Vieux Continent et de sa dépendance énergétique. Ceci est d'autant plus vrai que la crise actuelle pourrait se doubler d'une crise migratoire (les pays voisins de l'Ukraine comptent déjà près de 400 000 réfugiés).

Nous pensons que la BCE et la Fed feront preuve de prudence à court terme. Les deux banques centrales seront probablement soucieuses de marquer leur volonté de normalisation monétaire cette année afin d'ancrer les anticipations d'inflation, ce qui pourrait renforcer la pression baissière sur la demande. Cependant, la question de la politique monétaire ne se posera pas dans les mêmes termes pour la Fed et la BCE. Il est, en effet, plus facile pour la Fed de justifier une hausse de taux et de mettre fin à ses achats d'actifs. Le risque d'un ralentissement économique marqué est bien plus prononcé en Europe qu'aux États-Unis. Plusieurs économies européennes pourraient entrer en stagflation d'ici fin 2022 ou en 2023.

En conclusion, on peut dire que **les forces stagflationnistes sont déjà à l'œuvre en raison du ralentissement de la croissance et de l'inflation élevée. Mais la stagflation au sens propre (un fort ralentissement, voire une récession, avec des pressions inflationnistes persistantes) ne se concrétisera que si le conflit ukrainien s'enlise et si plusieurs niveaux de sanctions sont mis en œuvre.**

Achévé de rédiger le 27 février 2022

Spécial Ukraine Questions et réponses

2] Programmes de rachats d'actifs des banques centrales : réduction ou pas ?



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

Le conflit russo-ukrainien va pousser l'inflation à la hausse

La crise ukrainienne pourrait retarder la normalisation de la politique monétaire de la zone euro, mais sans la remettre en question à plus long terme et devrait avoir un impact très limité sur les décisions de la Fed.

En février, les intervenants du marché ont réévalué de manière radicale leurs anticipations d'inflation et de politique monétaire. Nous pensons que les banques centrales agiront, mettant fin aux mesures accommodantes, malgré la terrible escalade militaire.

L'inflation aux États-Unis et dans la zone euro reste à un niveau record et le conflit entre la Russie et l'Ukraine va peser sur les chiffres de l'inflation, notamment en Europe, par le biais des prix de l'énergie (notamment du gaz naturel). Il faudra du temps avant que les effets de second tour se répercutent sur la croissance par le biais d'une baisse du revenu disponible alors qu'en parallèle, les dernières données économiques confirment la forte reprise des économies développées.

Le marché du travail américain est en plein essor et la croissance des salaires dans le pays est très forte. La reprise du marché du travail est également impressionnante dans tous les pays de la zone euro, même si la croissance des salaires y est encore faible.

Les nouvelles projections économiques de mars en zone euro pourraient mener à une hausse des taux en 2022 et, implicitement, à la fin du programme d'achat d'actifs au troisième trimestre. Toutefois, **nous nous attendons à ce que la BCE soit plus prudente.** François Villeroy de Galhau, membre du Conseil des gouverneurs, a déclaré que la BCE « suit évidemment de près les évolutions géopolitiques et leurs éventuelles implications économiques et financières. L'optionnalité, concernant la bonne orientation monétaire, et la flexibilité, pour garantir la bonne transmission monétaire, sont les deux maîtres mots de notre politique ».

La Fed relèvera ses taux en mars (25 pb) et amorcera un « léger » resserrement quantitatif au deuxième trimestre afin de ne pas affaiblir le potentiel des marchés d'actions. **La prévision du taux final de la Fed devrait être revue à la hausse si la Fed veut ramener l'inflation dans le rang, soit en dessous de 2 %.**

Achévé de rédiger le 27 février 2022

Spécial Ukraine Questions et réponses

3] Comment jouer les actions décotées européennes durant cette phase ?



Éric MIJOT,
Responsable de la Stratégie
sur les Marchés Développés

*Le style value
a le potentiel
pour résister
aux turbulences*

Depuis l'automne 2020, le facteur *value*, tel que mesuré par l'indice MSCI Europe, a entamé une phase de rebond par rapport au facteur *growth*. L'écart de valorisation historique entre ces deux facteurs et le rebond des taux longs et des anticipations d'inflation ont fortement contribué à ce retournement. Le MSCI Europe Value a surperformé le MSCI Europe Growth de 15 % entre fin octobre 2021 et le 10 février 2022, date à laquelle les États-Unis avertirent du risque d'invasion totale de l'Ukraine. Depuis cet avertissement, le MSCI Europe est en chute (-7 % au 24 février), un mouvement amplement accentué par le secteur bancaire (-14 %), celui-ci étant souvent associé au style *value*, alors que le MSCI Europe Value lui-même n'a baissé qu'un peu plus que le reste du marché (-8 %).

En effet, les autres secteurs surpondérés de l'indice *value* ont compensé la sous-performance des banques. L'indice est exposé à trois groupes de secteurs : 1) les valeurs financières (surpondérées de 10 %, dont 6 % pour les banques), 2) l'énergie et les matériaux (surpondérés de 7 %), 3) les secteurs défensifs, tels que les services aux collectivités et les services de communication, les secteurs cycliques traditionnels (industrie, consommation discrétionnaire et informatique) étant sous-représentés de 16 %.

Sur le plan économique, **la crise russo-ukrainienne pourrait finalement entraîner une baisse de la croissance et une hausse de l'inflation en Europe, ces deux phénomènes étant portés pour l'essentiel par les prix de l'énergie. De plus, compte tenu de l'augmentation des risques, le coût du risque pourrait également augmenter au niveau bancaire.** Si la situation géopolitique se complique, le premier groupe de secteurs (valeurs financières) de l'indice MSCI Value Europe pourrait être davantage touché, **mais l'exposition de l'indice aux matières premières et aux valeurs défensives devrait lui permettre d'absorber ce choc en termes relatifs**, comme ce fut le cas au cours des dernières semaines. Il convient également de souligner que le rendement offert par les valeurs décotées (environ 3,5 % contre environ 1,5 % pour les valeurs de croissance) constitue un argument supplémentaire.

Pour conclure, nous estimons que **le style value a le potentiel pour résister aux turbulences.** Il est par ailleurs judicieux de **le combiner avec le style qualité, qui privilégie les entreprises qui ne sont pas endettées.** Enfin, n'oublions pas que les crises résultant d'événements géopolitiques sont souvent temporaires et génèrent des opportunités qui pourraient bien profiter au style *value* à moyen terme, d'autant que les niveaux d'inflation devraient être durablement plus élevés dans les années à venir.

Achévé de rédiger le 27 février 2022

Spécial Ukraine Questions et réponses

4] Quel pourrait être l'impact de la guerre en Ukraine sur les marchés émergents ?



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés
émergents, Recherche
Stratégie Macroéconomique

*L'impact négatif
se concentrera pour
l'essentiel sur les
régions proches
de la zone de conflit*

Pour les marchés émergents, **l'impact négatif se concentrera pour l'essentiel sur les régions proches de la zone de conflit et sur les importateurs nets de pétrole et de gaz.**

L'Europe de l'Est souffrira directement de son exposition commerciale à la Russie et indirectement des difficultés que la crise actuelle inflige aux pays du cœur de la zone euro comme l'Allemagne, l'un des plus importants partenaires commerciaux.

Si le conflit se prolonge, **les mouvements de réfugiés pourraient peser sur les positions budgétaires qui n'ont pas encore été rétablies après la pandémie.** À cet égard, les pays les plus fragiles en termes de réserves budgétaires sont la Hongrie et la Roumanie. Pour la **Pologne**, qui a déjà du mal à se conformer aux règles d'accès au Fonds européen, les flux de réfugiés pourraient détourner les ressources de postes plus productifs. Les **importateurs nets de pétrole et de gaz** souffriront d'une dégradation de leur situation extérieure et budgétaire (facture d'importation élevée et coût élevé des subventions énergétiques), en particulier ceux qui ont un double déficit comme l'Inde. En revanche, les **exportateurs de matières premières** bénéficieront, en termes relatifs, des événements récents. C'est le cas notamment de l'**Amérique latine** (à l'exception du Mexique), qui en plus d'être physiquement éloignée et peu liée commercialement à la zone de conflit, est la plus positivement corrélée au cycle des matières premières, que ce soit par le biais du pétrole ou des métaux. La Chine qui a opté pour l'instant pour un positionnement neutre sur le conflit, aura une influence importante sur les pourparlers de paix.

Côté actions, si la prudence et la sélectivité restent de mise, les tendances d'avant la crise devraient se renforcer : **l'indice des actions brésiliennes**, déjà affecté par la rotation *value*, s'est montré assez résistant face aux événements récents. En ce qui concerne les titres obligataires, il convient de privilégier la **dette en devise forte, dans un contexte de prix du pétrole élevés** et de perspectives plus incertaines en matière de croissance et d'inflation qui pénalisent la **dette en devise locale**. Les obligations en devises locales peuvent, en termes relatifs, s'avérer moins attractives en période de crise : la tendance à la stagflation implique la persistance d'une inflation élevée ainsi qu'un assouplissement différé des politiques monétaires, ce qui réduit l'appétit pour les durations longues ou pour les devises émergentes.

Achevé de rédiger le 2 mars 2022

Spécial Ukraine Prévisions macroéconomiques et financières

Prévisions macroéconomiques

(28 février 2022)

Moyennes annuelles (%)	Croissance du PIB réel, %			Inflation (IPC, a/a, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
États-Unis	5,8	3,2/3,4	2,1/2,3	4,7	6,0/5,7	2,9/2,4
Japon	1,7	2,1/2,4	0,6/0,9	-0,2	1,3/0,7	0,1/0,6
Zone euro	5,5	2,0/3,2	1,8/2,3	2,6	5,8/4,5	2,6/2,0
Royaume-Uni	7,5	3,5/4,2	1,9/2,2	2,6	6,7/5,9	2,8/2,2
Russie	4,7	-5,6/-3,6	-0,5/-1,5	6,7	13,0/9,0	7,5/5,4
Chine	8,1	4,2/4,5	4,5/4,9	0,9	2,0/1,4	1,6/1,6
Pays développés	5,1	2,8/3,2	1,9/2,2	3,1	5,0/4,3	2,3/1,9
Pays émergents	6,7	3,6/4,1	3,8/4,3	4,4	7,4/6,1	4,7/4,3
Monde	6,0	3,3/3,7	3,0/3,4	3,8	6,1/5,4	3,6/3,2

La crise entre la Russie et l'Ukraine entraîne un changement de régime, avec des conséquences économiques plus graves pour certaines régions, en l'occurrence l'Europe en raison de sa dépendance énergétique et de sa proximité géographique. Il est encore difficile d'évaluer avec précision l'impact de cette crise sur les fondamentaux macroéconomiques en raison du caractère incertain de son évolution et de son issue. Pour autant, nous prévoyons d'ores et déjà que la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires dans la zone euro restera élevée au cours de l'année et aura un impact négatif sur la demande, mais aussi la production. Dans ce contexte, une récession temporaire n'est pas impossible.

Étant donné l'incertitude liée au conflit Russie/Ukraine et son impact sur la dynamique économique mondiale, nous avons commencé par isoler le canal pétrole/matières premières (en incorporant un risque géopolitique plus prononcé dans notre analyse de la valeur de marché à 6 mois) afin d'évaluer l'impact sur les prévisions macroéconomiques des principaux domaines. La croissance mondiale a globalement été revue à la baisse de 0,5 % en 2022. Ce recul de la croissance est principalement tiré par les pays développés et émergents qui dépendent le plus d'approvisionnements externes en pétrole et en gaz. L'inflation mondiale a été revue à la hausse dans les pays émergents et développés (environ 0,5 % sur 2022), en fonction de la répartition du poids de la composante énergie dans les paniers d'IPC. La fourchette basse de nos prévisions de croissance pour l'UE (2,0 % en 2022) correspond à un scénario de stagflation ou de récession temporaire, dans lequel la croissance en glissement annuel du PIB pourrait ralentir pour tomber entre 0 et 0,5 % durant l'année.

Prévisions de taux directeurs

Pays développés

	25/02/2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
États-Unis	0,13	1/1,25	1,21	1,5/1,7	1,85
Zone euro	-0,5	-0,5	-0,4	0,00	-0,01
Japon	-0,02	-0,1	-0,02	-0,1	+0,01
Royaume-Uni	0,50	1,00	1,55	1,25	1,93

Pays émergents

	28/02/2022	Amundi +6M	Consensus +6M	Amundi +12 M	Consensus +12 M
Chine	3,70	3,60	3,60	3,60	3,60
Inde	4,00	4,50	4,35	5,00	4,75
Brésil	10,75	12,25	11,8	10,75	10,90
Russie	20,00	16,00	na	12,00	na

Prévisions de taux longs

Taux 2 ans

	25/02/2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,57	1,6/1,8	1,94	1,8/2	2,11
Allemagne	-0,42	-0,2/0	-0,21	-0,1/0,1	-0,05
Japon	-0,02	-0,10/0	0,00	-0,10/0	0,03
Royaume-Uni	1,21	1,0/1,20	1,38	1,20/1,40	1,39

Taux 10 ans

	25/02/2022	Amundi +6M	Forward +6M	Amundi +12 M	Forward +12 M
États-Unis	1,95	2/2,2	2,06	2,1/2,3	2,13
Allemagne	0,18	0,1/0,3	0,25	0,1/0,3	0,32
Japon	0,21	0,1/0,3	0,27	0,1/0,3	0,33
Royaume-Uni	1,43	1,3/1,5	1,54	1,4/1,6	1,58

Prévisions de change

	25/02/2022	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022		25/02/2022	Amundi T2 2022	Consensus T2 2022	Amundi T4 2022	Consensus T4 2022
EUR/USD	1,12	1,09	1,13	1,14	1,16	EUR/SEK	10,47	10,61	10,33	10,25	10,11
USD/JPY	115	114	116	118	116	USD/CAD	1,27	1,31	1,26	1,23	1,24
EUR/GBP	0,83	0,84	0,83	0,82	0,84	AUD/USD	0,71	0,70	0,73	0,76	0,75
EUR/CHF	1,04	1,03	1,06	1,10	1,08	NZD/USD	0,67	0,65	0,69	0,68	0,71
EUR/NOK	10,05	10,16	9,86	9,55	9,75	USD/CNY	6,32	6,45	6,40	6,30	6,50

Source: Amundi Institute

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 Policies
Exchange Corporate Equities Bottom-up
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
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 2 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 2 mars 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

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman 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*

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*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

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

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

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*