

04 mars 2022 | Rothschild & Co Asset Management Europe



Flash Spécial n°2 Ukraine-Russie : l'analyse de Didier Bouvignies



Didier Bouvignies
Associé-Gérant
& Directeur des gestions

Face à l'invasion de l'Ukraine en fin de semaine dernière, de nombreuses sanctions ont été prises afin d'isoler la Russie du reste du monde, avec pour objectif d'affaiblir économiquement le pays, à défaut d'intervenir militairement.

Les principales résolutions ont porté sur :

- La décision du G7 de sanctionner la Banque centrale russe *via* le gel de ses réserves (potentiellement supérieures à 400 milliards d'euros).
- Le bannissement des banques russes de SWIFT⁽¹⁾, à l'exception de deux établissements financiers très liés au secteur des hydrocarbures.
- Des sanctions vis-à-vis d'entreprises du secteur de la défense, de l'énergie, des transports et des télécommunications, qui ne pourront plus importer de technologie européenne ou américaine.
- Le gel des avoirs des oligarques russes, dont Vladimir Poutine lui-même.
- Des livraisons d'armes destinées à l'Ukraine d'une valeur de 450 millions d'euros et d'équipements de protection et médicaux à hauteur de 50 millions d'euros, tous deux financés par une "Facilité européenne pour la paix" et le Fonds européen intergouvernemental. Cet investissement étant hors du budget commun de l'Union européenne, la Commission européenne n'est pas directement concernée.

Il est à noter, qu'à ce stade, les exportations de pétrole et de gaz n'ont pas fait l'objet de sanctions, en raison de la forte dépendance de plusieurs pays européens aux hydrocarbures russes.

Au niveau des États, la Suisse a suspendu sa neutralité en appliquant les mêmes mesures que l'Union européenne. De son côté, la Chine, partenaire stratégique de la Russie, s'est abstenue lors du vote au Conseil de sécurité de l'ONU d'une résolution qui *"exige que la Russie cesse immédiatement de recourir à la force contre l'Ukraine"*. On notera, tout de même, le changement de ton récent du Gouvernement chinois qui appelle désormais à un cessez-le-feu. La poursuite d'un dialogue diplomatique entre les deux belligérants est engagée, même si les espoirs d'accords semblent, pour l'heure, illusoire.

Comment ont réagi les marchés ?

Bien que les sanctions ne concernent pas les exportations de produits énergétiques, le risque d'escalade de ces représailles laisse craindre des perturbations majeures dans l'approvisionnement du pétrole et, surtout, de gaz, le marché des matières premières s'étant enflammé au cours des derniers jours.

(1) SWIFT : La "Society for Worldwide Interbank Financial Télécommunication" a pour mission servir de réseau par lequel les messages permettant d'initier les paiements internationaux sont échangés.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances des indices sont calculées dividendes réinvestis



Au niveau du marché des taux, la Banque centrale russe a relevé très fortement son taux directeur de 9,5% à 20% afin de lutter contre la chute du rouble, la devise russe ayant perdu 10% de sa valeur la semaine dernière et 26% cette semaine. En Europe, l'ensemble des taux courts ont baissé, avec notamment une chute de 40 points de base (pdb) du taux à 2 ans allemand par rapport à début février (à -0,65%), ainsi qu'une baisse notable du taux 10 ans (Bund), clôturant en territoire légèrement négatif, proche des 0%. La journée du 1^{er} mars pouvait déjà être considérée comme historique, avec une chute de 20 pdb du Bund en seulement 24 heures, un phénomène non observé depuis 2011 et 1994, deux périodes où les taux étaient positifs, respectivement à 2,2% et 7,0%. À cette situation, s'ajoute une hausse de l'inflation anticipée dans les obligations indexées de 2,3% et une baisse des taux réels "pulvérisant" le plus bas historique, à 2,4%, le marché des taux semblant vouloir intégrer dans ses cours une situation de stagflation⁽²⁾.

Concernant le marché d'actions, le marché des ETF d'actions russes cotés à Londres a enregistré une chute vertigineuse de 80% à partir du 22 février. En conséquence, la bourse de Moscou a été fermée le 28 février et les rachats sur les fonds exposés au marché russe ont été suspendus. Nous constatons également une sous-performance des actions de la Zone euro et des pays émergents, en opposition à une surperformance des États-Unis⁽³⁾. D'un point de vue sectoriel, les valeurs de croissance surperforment actuellement les titres *Value*⁽⁴⁾, en raison, notamment, de la baisse des taux réels : les banques, l'automobile et les loisirs étant fortement impactés, contrairement aux matières premières et à l'énergie qui se maintiennent plutôt favorablement.

Quel sera l'impact économique pour la Russie et au niveau mondial ?

Pour l'économie russe, les conséquences sont sévères, avec un effondrement du rouble qui alimente une inflation s'élevant actuellement à 9%⁽⁵⁾ et une hausse brutale des taux décidée par la Banque centrale russe (de 9,5% à 20%). Sur le plan international, l'impact sur les échanges devrait être faible, l'économie Russe ne pesant que 1,2% du PIB mondial et 2,9% de la Zone euro. L'incidence devrait donc se révéler modeste sur l'économie globale (de l'ordre de 0,2%), les États-Unis et la Chine se étant relativement immunisés face à ce conflit européen⁽⁶⁾.

Les répercussions se feront essentiellement ressentir sur le prix des matières premières. En effet, la Russie représente environ 12% de la production de pétrole, 16% du gaz et 11% du blé à l'échelle mondiale. Il s'agit d'un des plus grands exportateurs d'énergie, dont 60% est à destination de l'Europe et 20% vers la Chine⁽⁷⁾. L'impact sur l'inflation semble donc inévitable, alors que les inquiétudes sur son caractère temporaire se faisait déjà pressantes, avec une hausse de 5,8% sur un an en Zone euro, atteignant même 7,4% en Espagne⁽⁵⁾. Les conséquences de cette crise s'avèrent donc plus importantes pour l'économie européenne du fait de cette dépendance énergétique (de l'ordre de 1% selon certains économistes⁽⁸⁾).

Néanmoins, le risque d'une crise financière majeure ne semble pas perceptible en raison de la faible exposition des établissements financiers à la Russie. Ces événements auront vraisemblablement pour conséquence davantage de modération de la part des principales banques centrales dans leur processus de resserrement monétaire, notamment la BCE, en raison de sa plus forte exposition.

Quelles options pour une sortie de crise ?

L'invasion de l'Ukraine représente une telle agression, qu'une sortie de crise permettant à chaque partie de "sauver la face" apparaît de plus en plus incertaine. D'autant que Vladimir Poutine semble décider à passer à une phase plus dure, dont le bilan humain pourrait se révéler beaucoup plus lourd aussi bien pour les civils que pour les forces armées russes. En outre, il devient de plus en plus complexe pour le Président russe d'atteindre son objectif sans remplacer le Gouvernement en place par un gouvernement pro-russe, tant ses exigences paraissent difficilement acceptables par les autorités ukrainiennes.

De quoi la Russie pourrait-elle se satisfaire ? D'une promesse de non-adhésion de l'Ukraine à l'OTAN ? D'un référendum voué à aboutir à une autonomie ou indépendance de certains territoires à l'Est du pays ? L'Ukraine serait-elle alors prête à renoncer à sa souveraineté sur ces territoires ?

Ces questions restent ouvertes et, pour l'instant, les réponses semblent plutôt défavorables à écouter la demande d'adhésion accélérée à l'Union européenne formulée par le président ukrainien, Volodymyr Zelensky. De plus, au travers des sanctions, l'Occident cherche à nourrir la contestation en Russie en affaiblissant son économie par la baisse du rouble, la montée de l'inflation et la perte de pouvoir d'achat des ménages, d'une part, et à affecter la fortune des oligarques pour qu'ils exercent une influence sur Vladimir Poutine, d'autre part. Ces décisions pourraient inciter le maître du Kremlin à maintenir le dialogue en vue de négociations, même s'il se révèle isolé et probablement déterminé à ne pas perdre la face à 69 ans.

(2) Stagflation : Situation économique où le ralentissement de la croissance, parfois la récession, s'accompagne d'une hausse des prix et des salaires.

(3) Source : L'ensemble des données chiffrées citées dans les deux paragraphes précédents proviennent de Bloomberg, 03/03/2022.

(4) *Value* : On parle de stratégie "*Value*" lorsque celle-ci recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs "*value*" sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.

(5) Source : Bloomberg, 03/03/2022.

(6) Source : FMI, février 2022.

(7) Source : Eurostat, février 2022.

(8) Source : Consensus forecast, février 2022.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances des indices sont calculées dividendes réinvestis.



Quelles perspectives pour le marché d'actions dans ce contexte ?

Les marchés vont rester volatils, suspendus à l'évolution du conflit mais, plus encore, aux fluctuations de prix des matières premières. Leur cours est effectivement considéré comme la principale courroie de transmission des conséquences de cette guerre sur les économies développées, la Russie ayant un poids négligeable dans la balance mondiale et l'exposition au risque russe des établissements financiers étant relativement limitée, contrairement à ce qui prévalait en 1998. Tout dépendra donc de l'ampleur de la hausse du prix du baril de pétrole, de sa durée et de la capacité à trouver des sources de substitution (Iran ?, réserves stratégiques). Le fait que ces événements arrivent à un moment où les économies américaines et européennes sont bien orientées et que la Chine manifeste des signes d'amélioration permettra d'amortir le choc. En revanche, cet environnement accroît les craintes inflationnistes.

Toutefois, gardons à l'esprit que l'évolution des marchés au cours des derniers jours révèle une anticipation de stagflation, pouvant paraître excessive à ce stade. La baisse de 15% des marchés de la Zone euro annule les deux tiers de leur hausse de 2021 et ramène les indices à leur niveau de fin 2020 alors que, dans le même temps, les bénéfices ont augmenté de 20%⁽⁹⁾. En conséquence, les valorisations sur les marchés d'actions européens sont devenues plus attractives, avec des primes de risque en net rebond, conséquence de la baisse conjuguée des taux et des marchés. Le marché actions américain reste, quant à lui, moins vulnérable.

Achevé de rédiger le 04/03/2022

(9) Source : Bloomberg, 03/03/2022.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. Les performances des indices sont calculées dividendes réinvestis.



Avertissements

Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

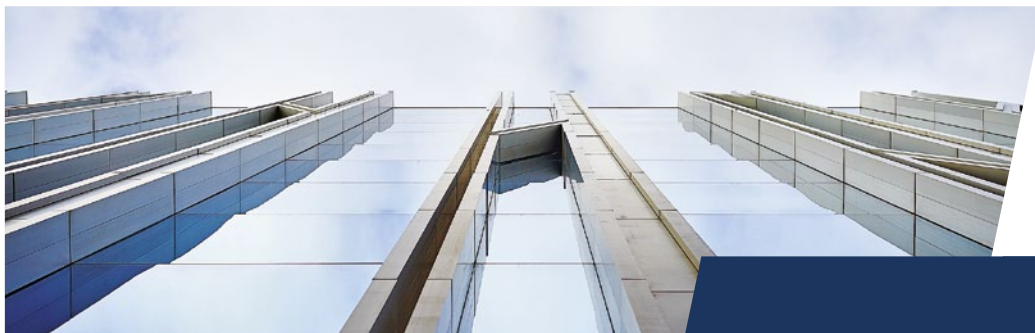
À propos de Rothschild & Co Asset Management Europe

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 22 milliards d'euros et regroupons près de 150 collaborateurs. Plus d'informations sur : am.eu.rothschildandco.com

Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

Édité par Rothschild & Co Asset Management Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites..



Rejoignez-nous
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes
les informations sur
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management