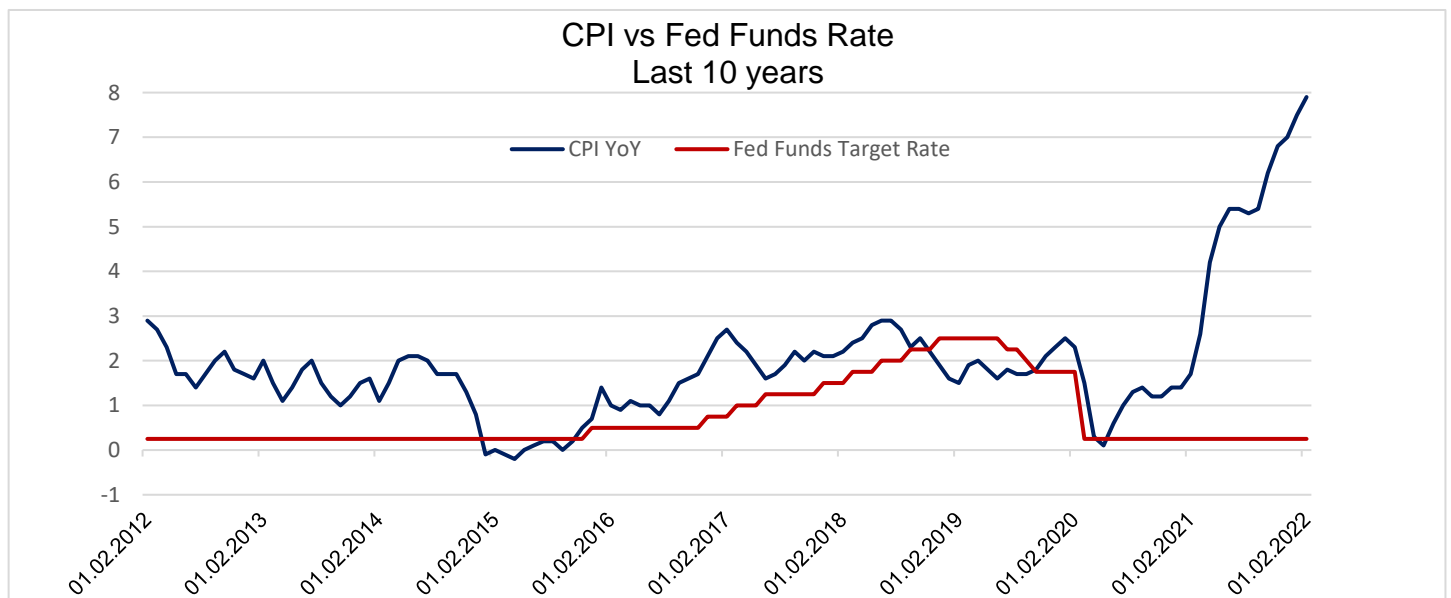


Le son des canons

Vladimir Putin a donc mis ses menaces à exécution, en ordonnant à ses troupes postées à la frontière commune entre la Russie et l'Ukraine, mais également via la Biélorussie, d'envahir son pays voisin. Depuis le 24 février, les combats font rage, propulsant le monde entier, ainsi que les marchés financiers, dans un état de stupeur. Les craintes liées au resserrement des politiques monétaires sont vite relayées au second plan, faisant place à la peur liée à un conflit qui pourrait se globaliser entre l'ouest et la Russie, et à l'utilisation de l'arme nucléaire. Durant le mois de février, les actifs risqués ont donc été fortement chahutés. La proximité tant géographique qu'économique des pays européens avec la Russie a engendré une baisse plus marquée des marchés actions de la zone Euro. L'indice Stoxx 50 a ainsi clôturé le mois sur une baisse de presque 6%. A l'inverse, les Etats-Unis, moins dépendant de la Russie, ont terminé sur une baisse de 3.1%. La Chine a même réussi à tirer son épingle du jeu avec une hausse de 3%. La grande « gagnante » économique de la crise actuelle est l'industrie de la défense. Les annonces par différents pays d'achat de matériel militaire à destination de l'Ukraine, ou encore le déblocage immédiat par le gouvernement allemand d'une enveloppe de 100 milliards d'euros destinée à moderniser son armée, sont autant de signes qui ne trompent pas. Après des années de coupes dans les budgets de la défense au sein de

l'Europe, le conflit vient de renverser la tendance. L'Europe vient en quelques jours de prendre conscience que l'équilibre mondial est fragile et qu'elle se retrouve sous-équipée pour parer à d'éventuelles menaces. Une nouvelle course à l'armement en Europe semble donc lancée. Autres bénéficiaires du conflit armé, les sociétés américaines du secteur pétrolier, qui ont vu leur cours de bourse prendre l'ascenseur depuis le début de l'invasion. La crainte d'un embargo massif contre les importations d'énergies russes ont fait flamber les prix du gaz et du pétrole, le Brent se traitant ces jours 50% plus haut que son niveau de janvier 2022. En revanche, les entreprises pétrolières européennes ont elles subi de fortes turbulences sur la même période, un grand nombre ayant une partie de leurs activités (et revenus) liées aux sources d'énergies russes. On parle des prix du pétrole, mais c'est bien l'ensemble des matières premières qui ont vu leur prix prendre l'ascenseur. En effet, la Russie est également un fournisseur majeur de matières premières agricoles et métalliques, et les sanctions imposées à la Russie pourraient venir perturber l'approvisionnement mondial sur un horizon temps inconnu. Enfin, l'or s'est également apprécié, le métal jaune retrouvant pleinement ses fonctions d'actif sûr. Sur le marché des changes, on a également pu observer beaucoup de volatilité. Le rouble s'est effondré de plus de 40% depuis son point haut en février, tandis que le dollar s'est apprécié de 5% contre l'euro. L'euro s'est également fortement déprécié contre le franc suisse, passant brièvement pour la 1^{ère} fois depuis 2015 sous la parité.

CPI vs Fed Funds Rate
Last 10 years



Source: Bloomberg / Banque Heritage

S'il est difficile à ce jour de prévoir quelle sera l'issue d'un tel conflit, tant en termes géopolitique que d'ordre monétaire, il est à ce stade possible d'entrevoir l'impact de cette crise sur les variables économiques, et ainsi d'élaborer une ébauche de scénario centrale qui pourrait nous aider à naviguer dans le futur proche. Le coût des

matières premières est à nos yeux le vecteur économique le plus important à prendre en compte actuellement. Les exportations russes de pétrole vers l'Europe sont de l'ordre de 4 millions de barils par jour (Mb/j) alors que la production totale est d'environ 11Mb/j. L'Europe importe également 40% de son gaz de Russie. Du côté des

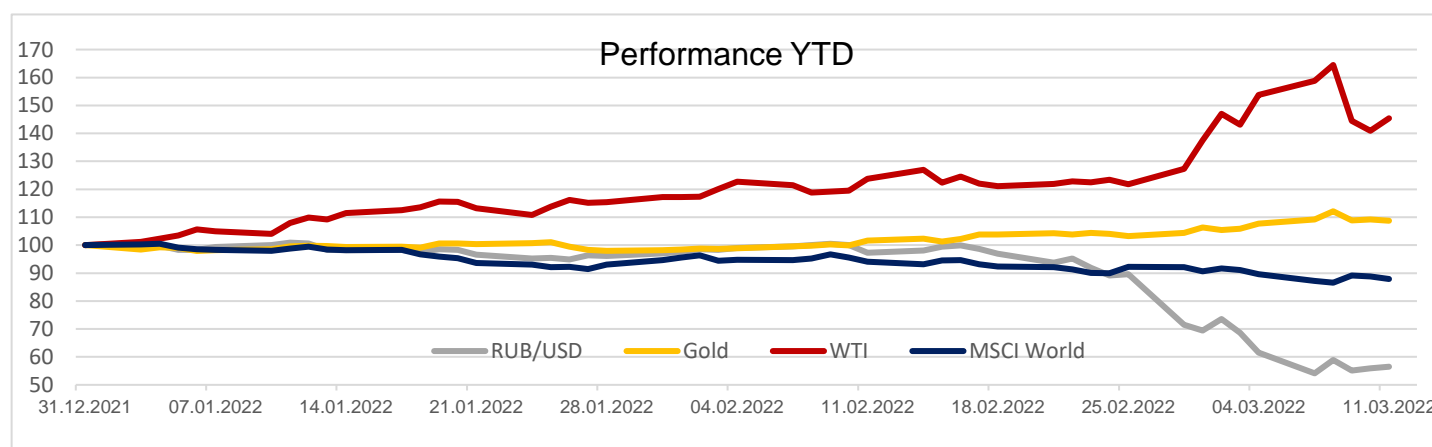


marchés agroalimentaires, la situation est également préoccupante. La Russie est en effet le premier exportateur mondial de blé tandis que l'Ukraine représente près de 12% des exportations mondiales de blé, 16% des exportations de maïs, et 18% et 19% des expéditions d'orge et de colza. Il est donc raisonnable de s'attendre à ce que les sanctions prises contre la Russie ainsi que la baisse d'approvisionnement en matières agricoles venant de l'Ukraine auront un impact non négligeable sur l'équilibre des prix et in fine, sur la demande mondiale. S'il est difficile de faire des prévisions chiffrées, notre scénario central est désormais celui d'une stagflation mondiale, mais avec de fortes disparités par zones géographiques.

L'Europe devrait sans surprise être la plus touchée par cette crise du fait de sa dépendance vis-à-vis à la fois de la Russie et de l'Ukraine. La Russie est le cinquième plus grand partenaire de l'UE en matière commerciale (la balance de L'UE est déficitaire). La probabilité d'un impact négatif sur les bénéfices des sociétés européennes dans les prochains mois est donc élevée, ce qui pourrait rapidement impacter la dynamique de création d'emplois, les investissements, et in fine la confiance des consommateurs. Or si l'on ajoute à cela les pressions inflationnistes importantes observées et à venir (+5.8% en février en glissement annuel pour la zone Euro), ainsi que les effets de la normalisation de la

politique monétaire de la BCE, l'Europe apparaît dès lors comme la région où les vents contraires souffleront le plus fort.

Du côté des Etats-Unis, le lien économique liant les deux pays est bien moindre, dans la mesure où la Russie n'est que le 30^{ème} partenaire en termes d'échanges commerciaux. « Seulement » 8% de pétrole et produits raffinés dérivés sont importés de Russie, ce qui explique notamment pourquoi les Etats-Unis ont été les premiers à décréter un embargo sur les énergies russes. Economiquement, le pays affiche une croissance solide, et un marché du travail proche du plein emploi. Le risque pour les US n'est donc pas la dépendance du pays aux belligérants, mais il se situe au niveau des tensions inflationnistes sur les marchés des matières premières qui pourraient avoir un impact négatif sur la consommation des ménages. Les chiffres du mois de février montrent d'ailleurs une accélération de la flambée des prix à la consommation (CPI +7,9% sur un an), l'inflation atteignant un niveau jamais vu depuis 1982. La normalisation de la politique monétaire de la FED sera donc extrêmement délicate à piloter. Mais notre scénario pour les Etats-Unis reste le même qu'en ce début d'année, à savoir une croissance en baisse, mais qui devrait se situer sur les moyennes historiques, couplée à une inflation élevée, et en tout cas plus haute que les projections faites le trimestre dernier.



Source: Bloomberg / Banque Heritage

Dans un tel environnement, il nous est apparu essentiel de repositionner notre allocation d'actifs afin que le risque au sein des portefeuilles soit limité. Nous avons réduit notre positionnement sur les marchés actions et sommes maintenant en deçà de nos points neutres. La réduction a ciblé principalement les sociétés européennes les plus exposées à la crise et à ses conséquences. Nous avons également renforcé notre surpondération aux matières premières afin de nous protéger à la fois contre une dégradation du conflit armé et contre une pression accrue sur les prix. Enfin, nous avons augmenté notre poche cash. Cette dernière nous servira de coussin en cas d'aggravation de la correction de marché, et permettra également de nous repositionner rapidement sur les actifs risqués si le ciel venait à s'éclaircir dans un futur plus ou moins proche.

Jean-Christophe Rochat, CIIA
Chief Investment Officer

www.heritage.ch