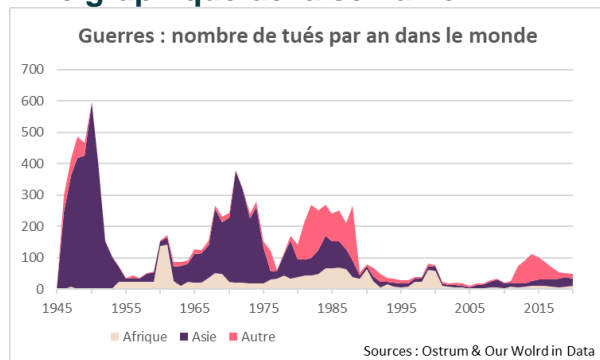


## ● Le thème de la semaine : Crise ukrainienne

- La situation est totalement dominée par les tensions géopolitiques autour de l'Ukraine ;
- Nous résumons l'ensemble des sanctions prises : elles sont massives. Les évolutions géopolitiques de ces dernières heures sont, elles-aussi, très impressionnantes par leur rapidité et leur portée ;
- « Il y a des décennies où rien ne se passe et des semaines où des décennies se produisent », disait Lénine ;
- De fait, sur le plan économique, la communauté internationale est en train de pousser la Russie vers une crise financière sans précédent. Tout ceci en assumant le risque couru par leurs économies.

## ● Le graphique de la semaine



Il est peut-être important de rappeler que le dernier demi-siècle a été un des moins meurtriers dans le monde en termes de guerre. La tendance, depuis la fin de la seconde guerre mondiale est nettement à la baisse.

Depuis la seconde guerre mondiale, il y a eu trois pics marqués de morts de guerre : la guerre de Corée (début des années 1950), la guerre du Vietnam (autour de 1970) et les guerres Iran-Irak et Afghanistan (années 1980). Il y a eu récemment une augmentation du nombre de morts au combat causées par le conflit au Moyen-Orient, particulièrement en Syrie, en Irak et en Afghanistan.

Le nombre de conflits frontaliers est aussi, depuis un demi-siècle très faible en comparaison historique.

## ● Le chiffre de la semaine

# 5

Source : Ostrum AM

La capitalisation boursière actuelle (en euro) de Sberbank. Elle était de 100 milliards il y a moins de 5 mois, en octobre !



**Stéphane Déo**  
Directeur stratégie marchés  
stephane.deo@ostrum.com



**Axel Botte**  
Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**

## Crise ukrainienne

La situation est totalement dominée par les tensions géopolitiques autour de l'Ukraine. Nous résumons l'ensemble des sanctions prises : elles sont massives. Les évolutions géopolitiques de ces dernières heures sont, elles-aussi, très impressionnantes par leur rapidité et leur portée. « Il y a des décennies où rien ne se passe et des semaines où des décennies se produisent », disait Lénine. De fait, sur le plan économique, la communauté internationale est en train de pousser la Russie vers une crise financière sans précédent. Tout ceci en assumant le risque couru par leurs économies.

## Sanctions : l'escalade

L'escalade de tensions autour de l'Ukraine est montée d'un cran jeudi 24 février après les « opérations militaires spéciales » russes, avec la première salve de sanctions économiques et financières des alliés de l'OTAN. Le but de ces sanctions est d'affaiblir économiquement et financièrement la Russie.

Pour ceux qui ont participé à notre conférence téléphonique de vendredi, nous avons dit que ces sanctions étaient probablement trop timides. Force est de constater, à la sortie du weekend, que le bilan est diamétralement différent, avec des sanctions de très grande ampleur.

Il y a trois types de sanctions : politiques, économiques mais il faut aussi ajouter des initiatives privées.

### Sanctions politiques :

C'est la partie la plus impressionnante, avec plusieurs tabous tombés sur la politique européenne et des changements géopolitiques sans précédent. Tout ceci en un weekend. Quelle que soit l'issue de cette crise, il y aura très clairement un « avant » et un « après » crise ukrainienne.

- **L'Europe active la « Facilité européenne pour la paix »**. Ce dispositif, remplace et élargit depuis son adoption, le 29 avril 2021, des instruments financiers existant, à savoir le mécanisme Athena et la facilité de soutien à la paix pour l'Afrique. Jusqu'à présent ce programme se limitait à une

aide humanitaire. Pour la première fois il va donner lieu à une livraison d'armes. L'Europe débloque 450 millions d'euros pour fournir des armes. Un changement fondamental de la politique européenne.

- **L'Allemagne va passer son budget défense à 2 % du PIB** et dépenser 100 milliards d'euros pour moderniser son armement. Là aussi, il s'agit d'un changement majeur pour la politique allemande : Olaf Scholz a annoncé cette décision au Bundestag et a reçu des applaudissements nourris.
- **Plusieurs pays ont annoncé des livraisons d'armes** : Tchéquie, Grèce et même la Suède, ce qui là aussi est une première. Suède et Finlande envisagent d'ailleurs de rejoindre l'OTAN mettant fin à leur politique de non-alignement.
- **L'espace aérien européen** est, de facto, fermé pour les avions russes, avec l'immense majorité des pays qui ont interdit le survol.

### Sanctions économiques :

Les Européens craignaient que des mesures trop sévères entraînent des contre-mesures plus agressives de la part de la Russie. Par exemple l'arrêt de l'approvisionnement en gaz naturel et pétrole, qui pénaliserait fortement le fonctionnement de leurs économies. L'Union européenne a une forte dépendance énergétique à la Russie, qui représente 30 % de ses importations de gaz naturel. Là aussi le weekend a mis fin à ces atermoiements.

- **Sanctions directement sur la Banque centrale de la Fédération de Russie**. Les données de la Banque centrale de Russie montrent que ces réserves sont passées de près de 448 milliards de dollars début 2018 à environ 630 milliards de dollars début 2022, ce qui correspond à une croissance de 41 % (comme si elle se préparait à des sanctions). Or, 130 milliards sont constitué d'or, donc très difficilement disponibles à court terme. De plus 300 milliards de ces réserves sont déposées dans des banques étrangères, essentiellement Fed et BCE. Il s'agit donc de créances de la Russie sur l'extérieur. Couper ces réserves, c'est-à-dire ne pas honorer ces créances, c'est donc priver la Russie d'un de ses principaux outil anti-sanctions. Cela implique que la Banque centrale ne dispose pas de devises « dures » pour soutenir le rouble. Cela implique aussi que si les clients des banques commerciales russes désirent retirer leurs dépôts en devises dures, les Banques ne pourront pas se retourner vers la Banque centrale. Cela s'appelle un « bank run ». Et tout le système financier russe peut se retrouver en faillite.

- **Les Européens ont également accepté d'exclure des banques de SWIFT**, le réseau, auquel adhèrent 11 000 institutions financières, qui permet aux banques de communiquer entre elles. Certaines banques garderont accès pour pouvoir financer les exportations d'hydrocarbures, de plus le système alternatif SPFS développé par la Russie permettra de conserver une certaine ouverture, enfin les banques peuvent toujours mettre en place des transactions sans SWIFT (un bon vieux fax par exemple). La mesure ne coupe donc pas totalement la Russie, mais elle augmente considérablement la complexité de toute transaction.
- **Actions sur les oligarques russes.** Le trésor américain a communiqué une liste de noms qui seront pénalisés. Cette mesure n'a rien de novateur et a été utilisée par le passé. Là aussi l'ampleur envisagée des mesures est importante et pourrait conduire à une pression interne sur Poutine. Même la Suisse (oui, même la Suisse s'y met !) devrait geler les avoirs russes.

De fait, la communauté internationale est en train de pousser la Russie vers une crise financière sans précédent. Tout ceci en assumant le risque couru par leurs économies.

#### Le secteur privé aussi :

En cas de problème géopolitique, les sanctions sont souvent exclusivement le fait des États ou des organisations internationales. Ce qui est nouveau dans cette crise est que ces mesures sont complétées d'initiatives privées.

Le meilleur exemple est l'annonce de BP de revendre sa participation de 19,75 % dans le capital de Rosneft. L'annonce, dans un marché très perturbé, implique que BP devra céder ses parts à un prix très faible. La logique financière a donc bel et bien été mise de côté. D'autre part, le communiqué précise que « le président-directeur général de BP, Bernard Looney, démissionne du conseil d'administration de Rosneft avec effet immédiat. »

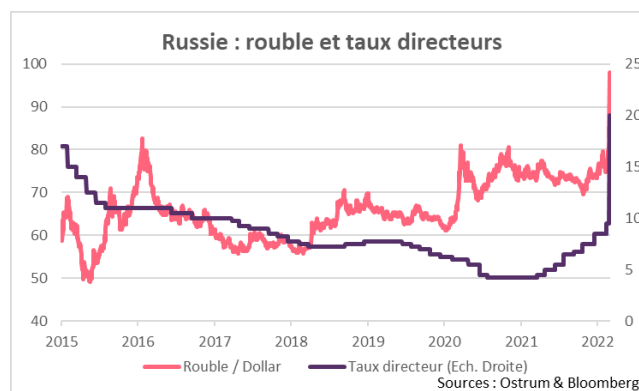
De même, dans le monde du sport, les mesures se multiplient. Même si cela reste symbolique, la Russie se retrouve là aussi de plus en plus isolée.

#### Quid de la Chine ?

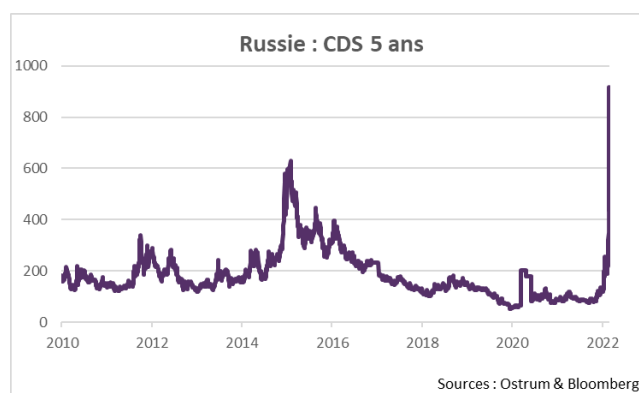
La Chine est entrée sur le devant de la scène internationale, afin de jouer son rôle de superpuissance mondiale. La Chine s'est rangée du côté des Russes en ne condamnant pas les attaques contre l'Ukraine. Cependant, son soutien a des limites. Les banques chinoises d'État ont limité le financement à l'achat des matières premières russes, afin de ne pas être impactées par les sanctions de l'OTAN.

## La Russie en paria

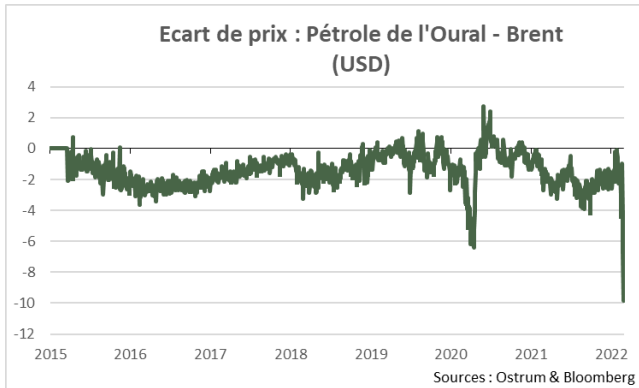
La première réaction est liée au rouble qui a donc été sous pression, mais a aussi perdu le support de la Banque centrale. Le rouble a perdu 28 % de sa valeur depuis vendredi 18 février et 31 % depuis le début de l'année. La hausse des taux directeurs de la Banque centrale de 9,5 % à 20 % n'a pas permis d'inverser la tendance, même si elle a calmé la chute.



Les rétorsions financières, mais aussi l'anticipation d'une baisse des revenus pétrole a aussi suscité une crainte très forte sur la solvabilité de l'État Russe. Les CDS ont bondi à 917 pdb vendredi soir, un niveau bien plus élevé qu'en 2014, lors de la crise de Crimée. De plus la note de la Russie a été abaissée de BBB- à BB+ par S&P, alors que Moody's plaçait le pays en perspective négative (note Baa3 conservée).



Les exportations de pétrole, malgré les tensions sur le marché international deviennent de plus en plus problématiques. Témoin le prix du pétrole de l'Oural, qui a une décote de quelques dollars sur le Brent, à cause de sa qualité, s'est inhabituellement replié. Les transporteurs ont peur de voir leur cargaison refusée par les acheteurs et ont beaucoup de mal à financer et assurer leur cargaison.

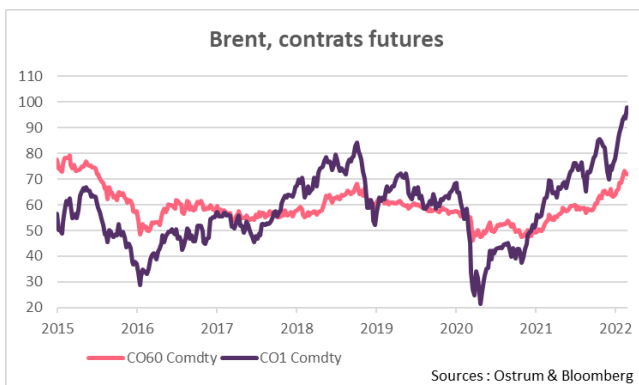


## Les marchés

### Pétrole

L'envolée des cours du Brent au-delà des 100 \$ le baril est un des faits marquants de cette nouvelle crise ukrainienne. Les cours du Brent ont même atteint les 105 \$ le baril, soit un plus depuis 2014. L'offensive russe en Ukraine intervient au moment où la hausse des prix énergétiques, liée à un déséquilibre de l'offre sur les marchés, post-Covid-19, menace la reprise économique des Occidentaux. Les cours du brut devraient restés élevés tant que l'OPEP ne se décide pas d'augmenter sa production.

L'OPEP s'apprêterait à augmenter sa production de 400 milles barils/jour, ce qui reste très en deçà des 11 millions de barils/jour de la production russe (3<sup>e</sup> au monde). Une autre option serait de lever les sanctions sur l'Iran où la production pourrait alors passer de 2 millions de barils/jour à 4 en quelques mois.

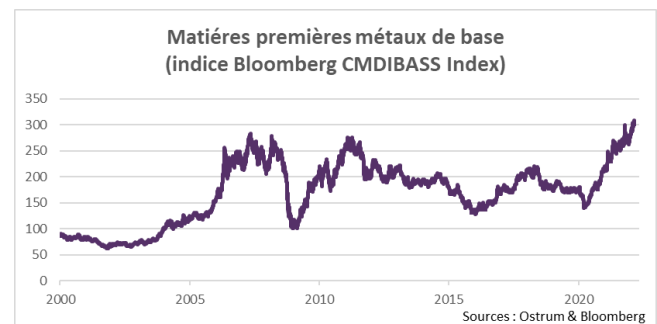


En janvier, l'écart de production de l'OPEP par rapport à sa moyenne de 2015-2019 est de 2,79 millions de barils jour, d'après les données de l'IAE. Jusqu'à présent, le cartel a su résister aux appels de Biden pour une augmentation de la production. Les cours élevés du brut permettent aux pays membres fortement endettés de reconstituer leurs positions budgétaires et extérieures.

D'autre part, l'Arabie Saoudite ne voit pas d'un très bon œil la renégociation de l'accord sur le nucléaire iranien par l'administration américaine. Il apparaît donc peu probable que la position de l'OPEP change à ce niveau. Les prix du gaz naturel ont été très volatils sur la semaine (+ 14 %), évoluant au gré des développements politiques autour de l'Ukraine.

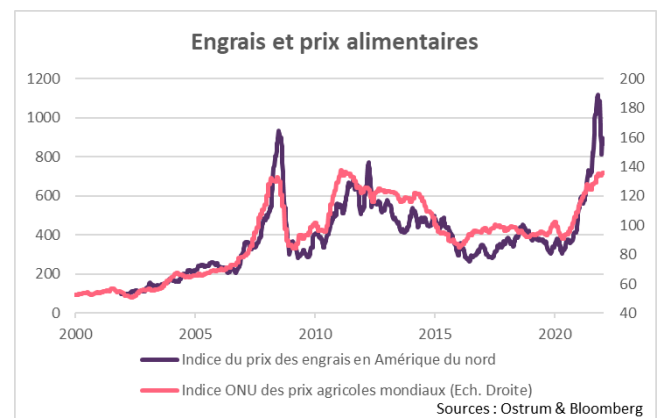
### Métaux

L'intensification du conflit a également provoqué une forte hausse des prix des métaux et des prix alimentaires, en raison des craintes de distorsions sur les chaînes d'approvisionnement. Ainsi, le cours du Nickel a atteint un plus haut à 25 000 \$ la tonne, pour la première fois depuis 2011.



### Denrées agricoles

L'indice Bloomberg matières premières agricoles a atteint un plus haut historique, également, lié à la hausse des prix du blé (+ 15 % sur la semaine au pic des tensions), qui sont eux-aussi au plus haut depuis 2008. La Russie et l'Ukraine contribuent à 25 % de la production mondiale de blé. Cette hausse des cours intervient à un moment critique pour les pays émergents, car les prix alimentaires sont déjà élevés, à l'image de l'indice FAO alimentaire qui a atteint les niveaux de 2011, période caractérisée par « les printemps arabes ».



### Primes de risque

La hausse de l'aversion pour le risque a provoqué la semaine dernière un mouvement de fuite vers la qualité qui



a bénéficié aux emprunts d'État au détriment des actifs risqués. Les principaux indices boursiers américains ont enregistré des baisses de l'ordre de 10 % par rapport à leurs plus hauts de janvier. Toutefois, la panique s'est rapidement estompée en fin de semaine dans la perspective de possibles négociations entre la Russie et l'Ukraine. Cependant, les sanctions visant les exportations américaines de composants technologiques à destination de la Russie continuent de pénaliser les valeurs du secteur. Après avoir atteint un plus haut depuis février 2020, à 2,03 %, le taux d'intérêt à 10 ans américain est passé brièvement à 1,85 % au cours de la séance de jeudi, pour ensuite atteindre les 1,9 % en fin de semaine. Le point mort d'inflation à 2 ans des taux américains a atteint un plus haut historique en passant au-dessus de 4 %, reflétant la hausse des prix du brut. Les taux souverains européens sont restés stables, notamment les spreads des pays dits « périphériques » par rapport au bund, qui semblent plus sensibles à la politique de la BCE qu'au contexte géopolitique.

Le billet vert est resté stable, à l'image de son indice ICE dollar qui reste sur des plus hauts depuis juillet 2020. A contrario, le statut de valeur refuge du yuan s'intensifie, à l'image de la stabilité de la parité USD/CNY durant toute la semaine, atteignant même un plus bas depuis 2018. La robustesse de la devise chinoise s'explique aussi par la perspective que la Russie augmenterait ses détentions en yuan en vue des sanctions financières de l'OTAN. À noter : la corrélation entre la parité EUR/USD et le Brent s'est rompue, reflétant la prime de risque géopolitique sur les cours.

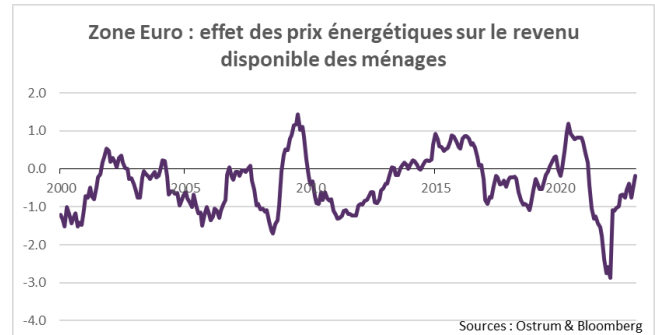
## Impact économique

Il est impossible à l'heure actuelle de chiffrer, même de façon vague l'impact de cette crise. Quelques faits stylisés peuvent néanmoins être utiles.

D'une part la durée de la crise, comme souvent, est cruciale. L'invasion du Koweït en août 1990 avait généré une forte progression des prix du pétrole et des craintes de récession. La résolution rapide du conflit avait conduit à une stabilisation, le PIB français avait même progressé de presque 3 % sur l'année. Plus le conflit ukrainien durera, et plus les sanctions dureront, plus l'impact économique sera profond et durable.

Autre point : l'Europe est bien évidemment plus à risque que les États-Unis. La dépendance aux hydrocarbures russes en particulier constitue une source de faiblesse.

Enfin l'impact économique devrait se faire sentir sur deux dimensions : moins de croissance et plus d'inflation. Avec des prix du pétrole qui se stabilisent, le graphique ci-dessous montre l'impact de l'énergie sur le revenu disponible des ménages. La hausse du brut enlèverait 3,0 % aux revenus salariaux en début d'année.



La conséquence finale est donc en termes de politique monétaire. L'évolution place les Banques centrales dans une position très inconfortable, avec à la fois la nécessité de lutter contre l'inflation et la nécessité de soutenir l'activité : deux objectifs antinomiques.

Le marché a choisi son camp et pense que les Banques centrales seront moins agressives. Dans le cas de la BCE, le graphique ci-dessous montre que les attentes de hausses des taux ont été revues nettement à la baisse. Il en va de même pour la Fed, une hausse des taux a été enlevée sur les attentes de cette année.

Anticipations validées par les déclarations récentes. Par exemple Robert Holzmann le gouverneur de la Banque centrale d'Autriche, un faucon notable, a parlé de délais dans la sortie de politique laxiste de la BCE. Si même lui le dit... À court terme, les Banques centrales devraient donc se montrer plus attentistes.



**Zouhoure Bousbih et Stéphane Déo**

● **Marchés financiers**

<b>Emprunts d'Etats</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR Bunds 2a	-0.53%	-7	+8	+10
EUR Bunds 10a	0.14%	-6	+19	+32
EUR Bunds 2s10s	66.2bp	+0	+10	+23
USD Treasuries 2a	1.45%	-2	+29	+72
USD Treasuries 10a	1.87%	-6	+10	+36
USD Treasuries 2s10s	41.7bp	-4	-19	-36
GBP Gilt 10a	1.42%	+1	+18	+45
JPY JGB 10a	0.19%	-2	+8	+1
<b>EUR Spreads Souverains (10a)</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
France	47.52bp	-4	+6	+10
Italie	159.72bp	-11	+31	+25
Espagne	98.86bp	-5	+25	+24
<b>Inflation Points-morts (10a)</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR 10a Inflation Swap	2.3%	+22	+20	+20
USD 10a Inflation Swap	2.84%	+20	+11	+6
GBP 10y Inflation Swap	4.54%	+11	+17	+37
<b>EUR Indices Crédit</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
EUR Credit IG OAS	138bp	+12	+35	+43
EUR Agences OAS	59bp	-3	+8	+10
EUR Obligations sécurisées OAS	65bp	0	+15	+19
EUR High Yield Pan-européen OAS	416bp	+19	+71	+98
<b>EUR/USD Indices CDS 5a</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
iTraxx IG	71bp	-1	+12	+23
iTraxx Crossover	344bp	-5	+58	+102
CDX IG	67bp	-2	+6	+17
CDX High Yield	358bp	-12	+14	+66
<b>Marchés émergents</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (pb)</b>	<b>-1m(pb)</b>	<b>2022 (bp)</b>
USD JPM EMBI Global Div. Spread	431bp	+34	+40	+62
<b>Devises</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2002 (%)</b>
EUR/USD	\$1.122	-0.769	-0.098	-1.3
GBP/USD	\$1.341	-1.382	-0.245	-0.9
USD/JPY	JPY 115	-0.425	-0.104	-0.1
<b>Matières Premières</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (\$)</b>	<b>-1m(\$)</b>	<b>2002 (%)</b>
Brent	\$100.6	\$5.2	\$11.3	30.05817712
Or	\$ 1 899.0	-\$7.3	\$101.8	3.8164
<b>Indices Actions</b>	<b>28-févr.-22</b>	<b>-1sem (%)</b>	<b>-1m(%)</b>	<b>2002 (%)</b>
S&P 500	4 388	0.89	-2.83	-7.9
EuroStoxx 50	3 926	-1.49	-5.95	-8.7
CAC 40	6 665	-1.81	-4.77	-6.8
Nikkei 225	26 527	-2.19	-2.04	-7.9
Shanghai Composite	3 462	-0.81	3.00	-4.9
VIX - Volatilité implicite	28.62	3.14	15.26	66.2

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut de son champ d'activité les entreprises impliquées dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

**Natixis Investment Managers** Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)