

4 MARS 2022

# NOTE MENSUELLE - ACTIONS

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

## LA GUERRE EN EUROPE

Le jeudi 24 février, la Russie a déclenché une invasion militaire de l'Ukraine, faisant fi des accords de Minsk de 2014 et du mémorandum de Budapest de 1994, déjà piétiné par l'annexion de la Crimée. Poutine accuse l'OTAN d'avoir renié sa parole en progressant à l'est de l'Europe avec le soutien des nouvelles démocraties issues de l'effondrement de l'URSS. L'Occident reconnaît le droit des peuples souverains à choisir leurs alliés.

Ce conflit ferme une parenthèse de trente ans et ravive les anciennes rivalités du XX<sup>ème</sup> siècle. Ce retour du « tragique dans l'histoire » - qui au passage enterre pour de bon le mythe de la « fin de l'histoire » défendu en son temps par le politologue Francis Fukuyama<sup>1</sup>, trop longtemps l'unique boussole d'un Occident libéral triomphant face à la chute de l'Union soviétique - remet fondamentalement en cause l'angélisme de nos démocraties et plusieurs choix politiques des dernières décennies.

Cependant, l'Occident a décidé de faire bloc contre les prétentions de la Russie en adoptant un catalogue de sanctions massives sans précédent contre ses intérêts économiques et financiers (exclusion du système de messagerie financière Swift, gel des avoirs extérieurs de la banque centrale de la Fédération de Russie, arrêt définitif du projet de gazoduc North Stream 2, embargo sur de nombreux matériels technologiques, sanctions individuelles...), ce qui n'avait rien d'évident avant le déclenchement des hostilités compte tenu des coûts induits pour le reste du monde, s'agissant en particulier du poids de la Russie dans les exportations mondiales de matières premières.

Notre note mensuelle n'a pas pour objet de faire des prévisions sur l'issue du conflit, ni de réfléchir aux terribles retombées géopolitiques. Elle se contentera plus modestement de décrire les conséquences qui nous semblent être les plus évidentes. Néanmoins, il semble bien que les démocraties occidentales considèrent cette guerre comme un test à grande échelle de leur résilience et probablement la dernière occasion de mesurer leur réelle volonté de défendre leurs valeurs. La Chine observe notre réaction avec intérêt. Au beau milieu d'un processus cathartique, l'Union européenne reconnaît enfin que la puissance politique, militaire et industrielle est une condition *sine qua non* de sa liberté et sans doute à terme de sa survie.

## DE LA NÉCESSITÉ ABSOLUE DE REVOIR COMPLÈTEMENT NOTRE POLITIQUE ÉNERGÉTIQUE

Nous avons déjà insisté sur les choix idéologiques calamiteux des Européens, et plus particulièrement des Allemands, en matière énergétique (abandon du nucléaire - énergie décarbonée -, diminution des investissements dans la production d'énergies fossiles et forte hausse des importations de gaz en provenance de pays peu sûrs sur le plan géopolitique pour répondre au défi de l'intermittence des énergies renouvelables...). La guerre a fini par mettre tout le monde d'accord : la lutte contre le réchauffement climatique et l'hostilité par principe de courants politiques écologiques très influents dans de nombreux pays ne peuvent justifier de mettre l'Europe à la merci d'autocrates qui ne partageront jamais nos valeurs démocratiques et libérales. **Environ respectivement 25% et 45% des importations de l'Union européenne de pétrole et de gaz proviennent de Russie.** Le gaz représente 20% du mix énergétique de l'Union. Pour l'Allemagne, 60% de ses importations de gaz viennent de ce pays ! La dépendance au gaz russe est telle que les banques Gazprombank et Sberbank ne sont pas concernées par l'exclusion de la plateforme Swift puisqu'elles jouent un rôle clé dans les transactions

internationales en produits énergétiques : l'Union européenne doit pouvoir continuer à importer du gaz russe.

En matière de politique énergétique, **de nombreux gouvernements européens sont cependant sur le point d'effectuer un virage à 180°**. La France a déjà franchi le pas, avant l'invasion de l'Ukraine, en décidant de relancer pour de bon une filière nucléaire dont elle a perdu l'excellence et une partie des ressources humaines en deux décennies de lâcheté politique. L'Italie, dont 43% de la consommation de gaz est assurée par les importations en provenance de Russie (contre 27% il y a dix ans), a décidé de relancer des projets d'extraction de gaz offshore pour remplir 10% de ses besoins (contre moins de 5% aujourd'hui alors que ses coûts de production sont peu élevés) - on rappellera que le Mouvement 5 Étoiles avait bloqué tout nouvel investissement dans ce secteur. Mario Draghi, président du Conseil, envisage de relancer sept centrales électriques au charbon pour répondre au défi de très court terme, centrales qui étaient destinées à être fermées. L'Allemagne, qui est restée longtemps sans

<sup>1</sup> Peu après la chute du mur de Berlin, Fukuyama décrivait le communisme sur le point de mourir et prédisait le triomphe de la démocratie dans tous les pays du monde et une nouvelle ère de paix grâce au libéralisme : il n'y aurait donc plus de guerre ni catastrophe à raconter dans les manuels d'histoire.

réaction alors que les crises entre la Russie et l'Ukraine se multipliaient (2006, 2009, 2014), est sans doute l'exemple le plus éclatant d'un aveuglement qui nous coûte aujourd'hui très cher. Le nouveau gouvernement social-démocrate du chancelier Olaf Scholz, soutenu par les écologistes, envisage sérieusement de prolonger la durée de vie de deux centrales nucléaires qui devaient être débranchées à la fin de l'année, et de faire appel à des centrales à charbon. Deux terminaux de regazéification de gaz naturel liquéfié (GNL) seront construits. **La lutte contre le réchauffement climatique est finalement la victime d'une politique énergétique irrationnelle.**

Alors, tout va donc pour le mieux ? Décider dans l'urgence de déployer des politiques qui exigent des années d'études, de négociations et surtout des dépenses d'investissement considérables ne permettra pas de répondre au défi de court terme, surtout si le conflit dure au-delà de quelques semaines. Par exemple, relancer la production de gaz offshore italien nécessiterait déjà 2 milliards d'euros de dépenses d'investissement et 18 mois de travaux ! Et que dire des programmes nucléaires qui s'étaleront sur plusieurs décennies ! L'Institut Jacques Delors expliquait récemment qu'**une libération de la dépendance européenne au gaz russe n'était pas envisageable avant 2040-2045.** Car les solutions alternatives sont trop peu nombreuses, ni surtout facilement mobilisables à court terme. Le marché du GNL est trop étroit pour répondre au choc représenterait la fin des livraisons russes à l'Europe (marché mondial du GNL inférieur à 500 milliards de m<sup>3</sup> par an contre des importations européennes de 400 milliards de m<sup>3</sup>). Les capacités de transport (méthaniers) sont limitées et les installations de regazéification européennes trop peu nombreuses et surtout très mal situées

géographiquement (capacités disponibles en Espagne notamment, mais avec de trop faibles possibilités de transport vers le nord de l'Europe). Les États-Unis ont déjà augmenté leurs exportations de GNL vers l'Europe de 50% depuis 2019 (à des prix très supérieurs à ceux du gaz russe), mais les réglementations environnementales de l'Administration Biden limitent sérieusement les nouveaux investissements. Le Qatar ne pourrait envisager que de vendre du gaz non couvert par des contrats de fourniture à long terme (notamment à destination de l'Asie), soit environ 10 à 15% de sa production à des prix très élevés. L'Algérie a des capacités limitées. Reste la Norvège qui dispose encore d'importantes réserves mais qui reste silencieuse pour le moment. La situation du pétrole, dont la demande mondiale a retrouvé son niveau pré-pandémie, est un peu moins problématique car son transport est plus aisé et les sources d'approvisionnement plus diverses, mais les capacités disponibles de l'OPEP sont trop peu élevées dans cette crise, et les États-Unis ont insuffisamment investi dans le pétrole de schiste ces dernières années, ce qui justifie aujourd'hui des prix de retour sur leurs niveaux records de 2012.

**Notre conclusion :** les prix de l'énergie vont rester élevés longtemps. Le marché du GNL va profiter de la crise en attirant davantage de capitaux. Le mix énergétique européen sera revu ; le tabou du nucléaire bien présent dans de nombreux pays va devoir être levé car les énergies renouvelables ne peuvent à elles-seules répondre aux multiples défis de la décarbonation, de l'électrification de l'économie et de la souveraineté énergétique de l'Europe. La seule bonne nouvelle est que le printemps approche dans l'hémisphère Nord et que les stocks de gaz sont plus élevés qu'il y a quelques semaines.

## CHOC SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES ET RISQUE ACCRU DE STAGFLATION

L'énergie n'est pas le seul sujet : le **poids de la Russie dans la production mondiale de métaux et de céréales** est écrasant. Sa position stratégique dans les métaux utilisés dans l'industrie de la défense et de l'espace, les voitures, les batteries électriques et les technologies vertes pose une nouvelle fois la question de la souveraineté industrielle de l'Europe (la crise de la Covid-19 fut déjà l'occasion de lancer le salutaire débat sur la souveraineté dans les semi-conducteurs et le secteur de la santé). La Russie produit par exemple 43% du palladium consommé dans le monde et utilisé dans la fabrication des pots catalytiques : une épée de Damoclès sur la tête des constructeurs automobiles. La Russie représente 6% de la production mondiale de nickel utilisé dans les batteries, mais aussi 6% de l'aluminium. Le premier producteur mondial de titane VSMPO-AVISMA (25% du marché), métal très utilisé dans les technologies de l'aérospatial et de l'armement, est contrôlé par un proche de Vladimir Poutine. Pour ajouter au stress toujours bien présent dans le secteur des semi-conducteurs, l'Ukraine fournit 70% du néon, gaz inerte indispensable dans les technologies de lithographie DUV. Le leader mondial des machines de lithographie ASML se fournit à hauteur de 20% de ses besoins en Russie et en Ukraine, et étudie à présent la possibilité de nouvelles sources d'approvisionnement. Enfin, pour ne citer que le blé dans les matières premières agricoles, la Russie et l'Ukraine représentent 25% de la production mondiale ; la Russie produit à elle-seule 8% des fertilisants. L'Afrique du Nord et le Moyen-Orient tremblent à l'idée de nouvelles révoltes de la faim.

Encore une fois, **l'Occident**, qui est loin d'être pauvre en réserves de matières premières inexploitées, mais qui « exporte » sans

honte la pollution des activités d'extraction et de raffinage dans le reste du monde (notamment vers la Chine s'agissant des terres rares), **n'aura pas d'autre choix que de réfléchir sérieusement à sa souveraineté dans les matières premières dont les transitions énergétique et numérique sont très gourmandes** (c'est une question débattue par la Commission européenne). **A plus court terme, nous nous attendons à un nouveau choc d'offre qui alimentera l'inflation et dont les effets seront fondamentalement récessionnistes.** D'aucuns repartent déjà de stagflation (inflation accompagnée d'une récession). Le risque n'est pas complètement nul si le choc inflationniste finit par contraindre la consommation et la production industrielle (perte de pouvoir d'achat des ménages dont les revenus ne progressent pas aussi vite que les prix, nouvelles perturbations dans les chaînes de valeur avec une contraction des investissements sous l'effet des incertitudes géopolitiques et d'un affaiblissement de la demande finale). Si les économies russes et ukrainiennes ont peu de poids dans le PIB mondial (moins de 3,5%), **une hausse généralisée et durable des prix de l'énergie de 20% aurait déjà un impact négatif de 1% sur l'activité mondiale** (source : Les Cahiers Verts de l'Économie) alors que l'intensification des incertitudes géopolitiques pourrait amputer la production mondiale de 1 à 2%. Gardons à l'esprit que la part des dépenses des ménages relative à l'énergie se monte à 9% en Europe, 6% aux États-Unis et autour de 8 à 11% dans les pays émergents. Néanmoins, **les conséquences économiques ne peuvent être estimées qu'en fonction de la durée du conflit** : une guerre courte avec des belligérants capables de négocier n'aurait pas le même impact qu'une escalade du conflit avec une diffusion de l'onde de choc dans de nombreux secteurs économiques.

## BANQUES CENTRALES : MACHINE ARRIÈRE ?

Ici encore, tout dépendra de la durée du conflit. Les taux d'intérêt longs souverains refluent puisque les obligations d'État jouent leur rôle de valeur refuge. Les attentes de resserrement de politique monétaire (Réserve fédérale dès mars et Banque centrale européenne vers la fin de l'année) ont évidemment reflué. **Comme plus de la moitié des pressions inflationnistes est liée à la crise Covid** (tensions dans les chaînes d'approvisionnement, soutien artificiel de la demande par les plans de relance gouvernementaux) **et aux tensions géopolitiques** (énergie, métaux, céréales), **les autorités monétaires devraient en effet se montrer**

**prudentes dans le processus de normalisation de leurs politiques.** Puisque l'inflation conduit à une baisse du pouvoir d'achat des ménages (les salaires ne suivent pas aussi vite) et finit par contraindre la consommation, le rééquilibrage entre l'offre de biens et la demande finale est finalement assurée sans besoin d'une intervention plus musclée des banques centrales. Attention toutefois à ne pas trop espérer du côté des politiques monétaires ! La moindre accalmie sur le front ukrainien amènerait sans doute la Réserve fédérale à reprendre avec énergie son processus de normalisation de ses conditions financières.

## L'OTAN ET LE RÉARMEMENT DE L'EUROPE

Autre tournant majeur observé ces derniers jours : la prise de conscience par plusieurs pays de l'OTAN de la nécessité d'augmenter significativement leurs dépenses militaires. C'est une véritable révolution copernicienne en Allemagne où le gouvernement social-démocrate a décidé de financer un fonds de modernisation de l'armée de 100 milliards d'euros (un peu plus de 2,5% du PIB) et d'augmenter son budget de défense d'environ 1,5% du PIB à plus de 2% à horizon 2024. L'offensive russe a par ailleurs réveillé l'OTAN de son état de « mort cérébrale » (Emmanuel Macron, novembre 2019), mais les Européens prennent aussi la mesure de leurs capacités de défense et de dissuasion conventionnelles limitées face à des agresseurs capables de projeter des forces nombreuses dans toutes les composantes des forces armées (avec toutefois dans le cas présent quelques problèmes logistiques semble-t-il). Ces dernières années, l'Occident s'était habitué à intervenir dans des conflits en s'appuyant sur

les forces spéciales, la force aérienne et les drones, le tout soutenu au sol par d'importantes forces supplétives locales (Syrie, Irak, Afghanistan, Sahel). L'invasion de l'Ukraine ressemble davantage à un épisode de la dernière guerre mondiale, avec infanterie mécanisée, artillerie, blindés et aviation. L'Europe n'est pas prête. La France et le Royaume-Uni, seuls pays de l'Europe de l'Ouest à avoir maintenu une force militaire d'une certaine envergure ne peuvent suffire à la défense des démocraties européennes. La dissuasion nucléaire ne suffit plus. **L'Europe doit se préparer à intervenir dans des guerres de haute intensité en renforçant ses matériels et ses effectifs, sans oublier le domaine de l'espace et du cyberspace** où les vulnérabilités sont importantes (cf. les attaques régulières des hackers russes sur des infrastructures occidentales). Les conséquences politiques et industrielles se verront sur plusieurs années.

## LES MARCHÉS FRAPPÉS PAR UNE BOMBE À FRAGMENTATION

Durant les premiers jours de la guerre, les marchés ont plutôt bien résisté à la panique. C'est moins le cas ces dernières heures en Europe. Les corrections observées - quelques pourcents depuis l'invasion russe -, s'ajoutent au terrain perdu depuis le 1<sup>er</sup> janvier sous l'effet de l'inflation et des perspectives de resserrement monétaire. Mais **les investisseurs gardent à l'esprit l'histoire des marchés boursiers : lorsqu'ils restent localisés, les conflits n'ont pas d'impact durable et significatif sur les indices**, en dehors des chocs pétroliers. Lors de la Guerre du Kippour de 1973, l'indice S&P 500 avait perdu 10% en un mois et 15% en trois mois ; la baisse avait été respectivement de 8% et 11% durant la Guerre du Golfe de 1990. **Certes, le conflit russo-ukrainien est de nature différente** puisqu'il implique la 1<sup>ère</sup> puissance nucléaire mondiale et touche de près aux intérêts de l'OTAN déployé en Europe. Une escalade du conflit aurait des effets potentiellement dévastateurs.

européennes plus exposées à la croissance mondiale. **La durée et l'ampleur de ces phénomènes de rotation sectorielle**, parfois d'une extrême violence, **dépendront de la longueur et de l'ampleur du conflit.** A noter que les secteurs labellisés « ESG » (*Environmental, Social, & Governance*), déjà pénalisés par la hausse des taux et l'éclatement de bulles de valorisation (cf. le secteur sinistré de l'hydrogène), sont plutôt en retrait face aux géants des hydrocarbures et aux entreprises de défense habituellement bannis des fonds d'investissement socialement responsables. Pourtant, les équipementiers militaires occidentaux contribuent à la défense de nos démocraties, et les grandes valeurs pétrolières intégrées investissent massivement leurs excédents de cash-flows liés à leurs activités carbonées (rendement des free-cash-flows des leaders européens supérieur à 15%) dans les énergies renouvelables.

Du côté sectoriel, **la distinction « value/croissance » au profit de la value** (titres faiblement valorisés) favorisée par la hausse des taux d'intérêt à long terme et l'inflation jusqu'à la mi-février, **a fait place à une séparation entre les thèmes « défensif/cyclique »** avec une nette surperformance des valeurs pétrolières et gazières, des minières, et des sociétés pharmaceutiques au détriment des valeurs financières et des sociétés industrielles. **Les secteurs technologiques** malmenés depuis le début de l'année **résistent plutôt bien** depuis l'offensive russe, ce qui permet d'ailleurs aux indices américains de surperformer les bourses

Les prochains jours seront décisifs. **La diversification des portefeuilles permettra d'absorber une partie du choc.** Alors qu'il est encore trop tôt pour mesurer avec précision toutes les conséquences économiques de ce conflit et l'impact sur les primes de risque des actifs, il semble bien que les marchés européens s'inquiètent davantage des conséquences macroéconomiques globales et parient plutôt sur une guerre de longue durée. C'est particulièrement clair à la vue de la chute boursière brutale des valeurs bancaires (qui ne concerne pas seulement les banques les plus exposées à l'Europe de l'Est) et des sociétés industrielles les plus cycliques.

---

## DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet [www.purecapital.eu](http://www.purecapital.eu).

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

**Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.**