

Asset management

Allocation - Quelles valeurs refuges face à la crise ukrainienne ?

Dans un contexte pourtant miné par la guerre entre la Russie et l'Ukraine, les gérants restent exposés aux marchés actions. Ils arbitrent en faveur des sociétés en croissance et des marchés américains qu'ils considèrent comme des valeurs refuges. L'or est également plébiscité, et dans une moindre mesure les matières premières, car toutes ne sont pas éligibles à l'ensemble des fonds.

Près de 10 % de baisse pour l'Euro Stoxx 50 en une semaine au 4 mars, près de 9 % pour le CAC 40 et le Dax... Quelques jours après son déclenchement, la guerre entamée par Vladimir Poutine contre l'Ukraine a fait plonger les marchés actions européens. Et ce n'est pas fini. Si pour l'heure, cette situation hautement conflictuelle n'a pas, à proprement parler, entraîné un krach financier, les espoirs d'une issue rapide semblent s'amoindrir. Les conséquences devraient ainsi

être importantes sur la conjoncture mondiale et sur les marchés financiers.

Le Fonds monétaire international (FMI) a alerté le 5 mars dernier sur les effets potentiellement dévastateurs de la guerre russe en Ukraine sur l'économie mondiale. Pour l'institution internationale, la flambée des prix de l'énergie et des matières premières devrait accentuer les pressions inflationnistes ainsi que les pénuries. Le FMI s'inquiète aussi de l'impact des sanctions appliquées à la Russie

« La devise américaine constitue la valeur contracyclique par excellence quand les grandes classes d'actifs sont orientées à la baisse. »



Alain Corbani, gérant spécialisé dans les matières premières, Finance SA



sur l'économie mondiale et les marchés financiers, ainsi que sur les effets collatéraux qu'elles devraient avoir sur d'autres pays.

Des obligations qui ne jouent pas leur rôle

Dans un tel contexte, difficile de trouver des valeurs refuges à même de protéger les portefeuilles. En effet, les obligations d'Etat qui servent traditionnellement d'instruments de couverture ne sont pas indiquées dans un contexte inflationniste, et donc de hausse potentielle des taux d'intérêt. « Avant le déclenchement des hostilités, l'heure était déjà à la fin des politiques monétaires accommodantes et au relèvement des taux d'intérêt dans les économies développées compte tenu du contexte inflationniste, explique Nadège Dufossé, responsable multi-asset chez Candriam. Le conflit ajoute de l'inflation. Par conséquent, même si les taux d'intérêt en Europe se sont légèrement détendus avec la recherche de

valeurs de qualité, les obligations devraient pâtir des changements d'orientation des banques centrales et se révèlent moins efficaces comme instruments de couverture. »

Les gérants n'ont ainsi que peu de moyens à leur disposition pour réduire le niveau de risque dans les portefeuilles. Parmi ceux-ci figurent tout de même l'or, et plus généralement les matières premières. « L'ensemble des matières premières, qu'il s'agisse de l'or et des métaux précieux, du pétrole, du nickel, de l'aluminium ou encore des céréales et des oléagineux, est orienté à la hausse », indique Alain Corbani, gérant spécialisé dans les matières premières chez Finance SA. Les chiffres pour certaines d'entre elles sont impressionnants : le pétrole (brent) a frôlé les 140 dollars le 6 mars tandis que le 8 mars, les cours du nickel ont été suspendus à la suite de l'explosion des prix ! Et ce n'est pas tout. « Au 2 mars, l'or avait déjà progressé de 5 % depuis le



début de l'année, le palladium de 40 %, le platine de 10 %, le blé de plus de 70 %, note Benjamin Louvet, gérant spécialisé dans les matières premières chez OFI Asset Management. La Russie et l'Ukraine sont en effet des acteurs de poids sur le marché des matières premières. La Russie est l'un des principaux producteurs mondiaux de palladium, de nickel, de gaz naturel, de pétrole ou encore de céréales et d'oléagineux. L'Ukraine occupe quant à elle une position dominante dans le maïs, le blé, l'orge ou encore le tournesol. »

Cette hausse des prix suscite des convoitises. Les spécialistes notent ainsi des flux importants dans les ETF spécialisés. Sur le marché européen, les flux vers les ETF indexés aux matières premières ont considérablement augmenté, ainsi que vers les ETC sur l'or depuis le début de l'année. Les ETF sur matières premières et les ETC sur l'or ont attiré 3,6 milliards d'euros de flux depuis le début de l'année, en nette progression par rapport aux neuf dernières semaines de 2021, les flux sur la période ressortant à 1,4 milliard, selon les données

d'Amundi et de Bloomberg. Les investisseurs ont ainsi tendance à privilégier l'or au sein de l'ensemble de cette classe d'actifs. « Le métal jaune répond plus particulièrement à la notion d'actif diversifiant à même de protéger les portefeuilles, avance Alain Corbani. Les cours remontent du fait de la guerre en Ukraine et de l'incertitude qui pèse sur les économies européennes et sur la croissance mondiale, mais aussi et surtout en raison de la baisse des taux d'intérêt. Les marchés anticipent le fait que la sortie du quantitative easing aux Etats-Unis et en Europe se fera de façon beaucoup plus progressive qu'attendue avant le conflit. Cela se traduit déjà par des baisses de taux d'intérêt. Au cours de la seule journée du 4 mars, les taux d'intérêt à 10 ans américains ont reflué de 6 % à 1,73 % contre 2 % début février. »

Les autres matières premières, comme le pétrole ou les métaux, sont également attractives, mais tous les investisseurs ne peuvent se positionner sur cette classe d'actifs. « Pour des raisons réglementaires, les OPCVM ne peuvent investir directement dans les matières premières, relève Nadège Dufossé. Ils peuvent en revanche sélectionner des valeurs minières ou pétrolières ou encore des ETF. » Mais surtout, ces investissements ne peuvent pas être éligibles aux fonds durables. « Les fonds relevant des catégories article 8 et article 9 du règlement SFDR ne peuvent investir dans les énergies fossiles et/ou fortement carbonées », rappelle Nadège Dufossé.

Une prime aux valeurs technologiques

L'une des approches utilisées par les gérants afin de protéger les portefeuilles d'une baisse, consiste à opérer des arbitrages

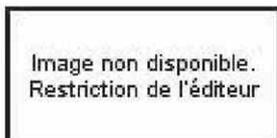


Nadège Dufossé,
responsable multi-asset,
Candriam

« Le conflit ajoute de l'inflation. Par conséquent, les obligations se révèlent moins efficaces comme instruments de couverture. »

sur les marchés actions, car les corrections ne concernent pas tous les secteurs d'activité. Parmi les secteurs privilégiés figurent les valeurs technologiques, celles liées aux énergies renouvelables ou encore les valeurs défensives comme celles des secteurs de la santé alors qu'à contrario, les valeurs financières devraient être affectées à la fois par la révision à la baisse de la croissance et par le maintien plus durable de politiques monétaires accommodantes. « Au sein des marchés actions, les investisseurs arbitrent les titres les plus cycliques et décotés qui étaient privilégiés ces derniers mois au profit des actions de qualité, orientées croissance », explique

Un pétrole durablement orienté à la hausse



● Depuis le début du conflit, l'envolée des cours du pétrole est historique : le baril de Brent de la mer du Nord, qui sert de référence en Europe, a dépassé les 118 dollars

le baril le 5 mars, et affiche au 7 mars une progression de plus de 50% depuis le 1^{er} janvier. Et il ne s'est pas arrêté là, puisque le baril a atteint 140 dollars le 6 mars. La banque américaine JP Morgan anticipe quant à elle un cours à 185 dollars le baril, si le conflit en Ukraine se prolonge. D'autres spécialistes imaginent les cours à plus de 200 dollars le baril en cas d'embargo généralisé sur le pétrole russe. D'ailleurs, cette perspective affole de plus en plus les investisseurs.

● Pourtant, qu'il y ait ou pas d'embargo général, les perspectives restent aussi sombres. « Il devient déjà très risqué de commercer avec la Russie, même pour des matières premières, comme le pétrole, qui ne sont pas encore totalement soumises à des sanctions, explique Benjamin Louvet, gérant chez OFI Asset Management. Des sociétés pétrolières russes ont récemment proposé du pétrole avec une décote par rapport aux cours mondiaux, mais elles n'ont pas trouvé preneurs. Ce type de transactions nécessite un armateur, un assureur et une banque qui souhaitent commercer avec la Russie, mais compte tenu des sanctions possibles et des amendes que pourraient infliger les Etats-Unis comme dans le cas de l'Iran, aucune société ne veut s'y risquer. » La situation est d'autant plus délicate que la perspective d'un accord sur le nucléaire avec l'Iran s'éloigne. « La signature d'un accord sur le nucléaire avec l'Iran pourrait permettre de remettre sur le marché un million de barils par jour et ainsi de réduire les tensions sur les prix », avance Alain Corbani, gérant spécialisé sur les matières premières chez Finance SA.



par exemple les gérants d'Apicil Asset Management. Les rotations en cours ne concernent pas que les secteurs et les facteurs (croissance/value), mais aussi les zones géographiques. Et dans ce domaine, le dollar joue comme d'habitude le rôle de valeur refuge. « La devise américaine constitue la valeur contracyclique par excellence quand les grandes classes d'actifs sont orientées à la baisse », confirme Alain Corbani.

Des marchés actions qui pourraient repartir

D'ailleurs, la tendance est à la hausse du dollar ces dernières semaines, et à la baisse de l'euro. Au 5 mars, l'euro avait perdu sur une semaine 2,56 % par rapport au dollar et 4,44 % sur un mois. Les géants de la tech américaine profitent également du contexte actuel. L'indice Nasdaq, entre le 24 février, date de l'entrée en action des troupes russes, et le 3 mars, gagnait ainsi 1,5 %. « Nous conseillons de réduire les expositions à la zone euro et d'augmenter celles sur la zone dollar, indique à ce titre Alexandre Hezez, stratège pour la Banque Richelieu. Nous nous intéressons dans ce cadre

De la difficulté à utiliser les couvertures

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

● Au-delà de l'utilisation de valeurs refuges afin de protéger les portefeuilles, les gérants peuvent avoir recours à des produits dérivés afin de couvrir les portefeuilles. C'est d'ailleurs ce que certains d'entre eux ont fait, à l'exemple d'Apicil Asset-Management. « Sur les fonds qui le permettent, nous nous sommes exposés négativement au marché actions dès la première allocution de Vladimir Poutine le 21 février, avant une invasion généralisée, à travers des stratégies de couvertures sur l'Euro Stoxx 50, précise la société de gestion. A ce moment du conflit, les

investisseurs cherchaient massivement à se couvrir face à un risque de variations extrêmes, au-delà de - 10 %. Il était alors opportun de financer une partie de l'achat de couverture, face à une baisse du marché contenue entre 0 et - 10 %, contre la vente de protection au-delà. » Quelques semaines plus tard, le contexte a changé et les stratégies de couverture sont devenues trop chères. L'achat massif de couvertures a en effet conduit à une envolée des primes. « Pour se couvrir à horizon un mois de la performance négative de l'Euro Stoxx 50, un investisseur devra payer la prime d'un marché qui anticipe aujourd'hui une volatilité de 32 %, contre 13 % en début d'année », indiquent les gérants d'Apicil AM. Les spécialistes préconisent donc une nouvelle approche. « Il est maintenant trop tard, compte tenu du coût, pour souscrire des options de vente sur les marchés actions, relève Nadège Dufossé, stratège chez Candriam. L'une des stratégies possibles consiste alors à réduire les expositions aux marchés actions en direct, afin de diminuer le risque, et à prendre des options à l'achat qui permettront de bénéficier de la reprise. »

aux valeurs technologiques qui ont corrigé en début d'année et sont maintenant attractives, mais aussi aux sociétés pétrolières qui bénéficient de la hausse des cours et sont moins exposées au marché russe que leurs homologues européennes. »

Ces arbitrages ont l'avantage de permettre aux gérants de rester exposés aux marchés actions,

tout en réduisant le risque en portefeuille. « Dès l'annonce d'un cessez-le-feu ou d'une issue au conflit, à condition qu'elle intervienne rapidement, les marchés actions, en particulier ceux qui ont été les plus affectés, devraient rapidement rebondir, car les économies européennes étaient en phase de reprise avant le conflit, prévient

Nadège Dufossé. A l'inverse, nous gardons à l'esprit qu'un choc énergétique durable peut nous faire retomber en récession. Nous devons ainsi être positionnés sur les marchés afin de faire face à cette issue relativement binaire ». Ou comment tenter d'être gagnant à tous les coups. ■

Sandra Sebag
@sebagsandra1

Les cryptomonnaies peinent à s'installer comme des valeurs refuges

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

● Surnommé l'or numérique, le bitcoin peine tout de même à s'imposer comme une valeur refuge. Exprimé en dollar, ce dernier avait perdu 12 % sur une semaine, au 7 mars, et depuis le début de l'année quelque 19 %. « Nous constatons

depuis plusieurs mois que le bitcoin est corrélé aux actifs à risque et en particulier au Nasdaq, explique Manuel Valente, directeur scientifique chez Coinhouse. Depuis 2020 et surtout en 2021, les investisseurs institutionnels et les fonds d'investissement sont entrés massivement sur le marché du bitcoin. Ils sont suffisamment importants maintenant pour donner une impulsion à ce marché. » Des acteurs qui procèdent aux mêmes arbitrages sur les cryptomonnaies que sur l'ensemble des actifs à risque. « En période de reflux de l'appétit au risque, ces investisseurs

délaissent à la fois les actions et les cryptomonnaies », poursuit Manuel Valente.

● De même, il n'a pas été constaté d'achats importants sur le bitcoin pour contourner les sanctions et qui seraient à même de soutenir les cours. « La Russie représente un peu moins de 10 % du minage mondial, ce qui reste relativement marginal, souligne Manuel Valente. Par ailleurs, il semblerait que les officiels russes se tournent davantage vers les infrastructures de paiement chinoises que vers le bitcoin pour contourner les sanctions imposées à la Russie. »

