



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire**

**6 juin 2022**

### **Et si l'on reparlait de la guerre d'Ukraine ?**

Au lendemain de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, nous avons mentionné 3 variables-clé qui détermineraient l'évolution directionnelle des marchés<sup>1</sup> :

- D'abord la durée du conflit armé
- Ensuite l'extension éventuelle du conflit
- Enfin, l'extension des sanctions

Regardons d'abord la durée du conflit armé : nous en sommes désormais à plus de 3 mois avec aucune perspective de sortie (cessez-le-feu) à horizon prévisible. En dépit d'un indéniable échec (cf. infra), Poutine ne peut pas revenir en arrière, sauf à saper son autorité sur la machine militaro-policrière de son pays. De leur côté, les autorités et le peuple ukrainien refusent le concept d'une paix à tout prix. Dès lors, l'hypothèse la plus probable est que cette guerre va se poursuivre.

Quid de l'extension éventuelle du conflit ? Au plan strictement militaire, l'offensive russe se concentre clairement dans le Donbass. Les forces russes grignotent lentement du terrain dans la partie occidentale du Donbass encore sous contrôle ukrainien (guerre de position et d'artillerie). Mais ce qui est le plus novateur dans cette guerre est l'alimentation de l'Ukraine en armements de plus en plus lourds par les Américains et les Européens. Il y a donc eu de ce point de vue plutôt une dégradation (accroissement de l'intensité militaire du conflit). Il y a eu aussi dégradation géostratégique via les projets d'adhésion à l'OTAN par la Finlande et la Suède (renforcement de l'emprise de l'OTAN sur la mer Baltique) qui sont de nature à entretenir et renforcer les tensions entre la Russie et l'Occident dans le futur.

Quid enfin des sanctions prises par les protagonistes ? Ici aussi il y a eu aggravation. Moscou a arrêté ses livraisons de gaz à la Pologne, à la Bulgarie, à la Finlande, puis aux Pays-Bas et au Danemark. De l'autre côté, l'Europe a décrété un embargo sur le pétrole russe.

Partant de là, à quoi peut-on s'attendre ?

Peut-on envisager une forte et brutale dégradation de la situation ? Le catalyseur le plus évident serait le franchissement de « lignes rouges » par Poutine de nature à favoriser un « interventionnisme » plus marqué de la part de l'Occident. On peut penser à la poursuite de

---

<sup>1</sup> Chronique hebdomadaire du 7 mars 2022 « *Guerre en Ukraine : qu'est-ce qui pourrait ramener de la confiance ?* »

massacres de civils et/ou l'utilisation d'armes chimiques/nucléaires tactiques et/ou des frappes de convois d'armement aux frontières de l'Ukraine (Pologne) afin de « tester » l'article 5 de l'Alliance atlantique.

C'est une hypothèse qu'on ne peut pas exclure mais qui reste peu probable selon nos informations et nos sources<sup>2</sup>.

Peut-on envisager à l'inverse une amélioration de la situation et parier sur un retrait partiel ou total de Poutine ?

Le passif pour le chef d'Etat russe en un peu plus de 3 mois de guerre est triple.

- Un passif économique, avec notamment une dépression économique interne; des pertes de marché (partenaires captifs de l'UE, le gazoduc Nord Stream 2, beaucoup de biens intermédiaires et puces électroniques indispensables au fonctionnement de son industrie) ; des pertes financières (la moitié des réserves de change de la Banque de Russie).
- Un passif humain : environ 20 000 décès chez les soldats russes (et sans doute entre 3 à 4 fois plus de blessés)
- Un passif géostratégique (isolement diplomatique, fin de la neutralité de la Suède et de la Finlande, perte de réputation de l'armée russe, puissant renforcement des capacités militaires et de l'esprit d'indépendance des ukrainiens)

Qu'a-t-il gagné en contrepartie ?

Les villes de Kherson, Marioupol (en ruines) et la transformation de la mer d'Azov en possession russe. C'est tout de même bien maigre, eu égard au passif.

Dès lors, on pourrait penser que ce premier échec l'amènerait à un certain retrait. Nul espoir de ce côté car Poutine ne raisonne pas selon un logiciel rationnel à l'occidentale. Poutine s'est construit un récit dans lequel il a enfermé son pays : celui d'un projet impérial dans lequel on ressasse le passé (la grande guerre patriotique, la Sainte Russie,...). Même remarque sur le mode opératoire. La violence est pour lui un moyen légitime de transformer le monde et la guerre est un moyen positif de révéler le meilleur de lui-même à un peuple. Pour lui, la guerre est un véritable instrument politique au sens de Clausewitz. « *Poutine est un homme du XIXème siècle au XXIème siècle* » avait ainsi déclaré une Angela Merkel pour une fois inspirée.

Quels pourraient être les régulateurs internes de nature à infléchir les positions poutiniennes ?

Les oligarques ? La disparition récente de certains d'entre eux montre qu'il n'y a rien à attendre de ce côté-là.

L'opinion publique ? Même les pires régimes sont parfois sensibles à ses réactions. Hitler recula ainsi (provisoirement) dans son programme d'euthanasie des handicapés (*Aktion T4*) devant les réactions de l'Eglise catholique.

---

<sup>2</sup> Éditorial du 6 avril 2022 : « *Guerre d'Ukraine : compte rendu de la conférence du Général Trinquand du 4 avril (Club de Gestion Financière, 13 avril 2022)* » et Éditorial du 19 avril 2022 : « *Compte-rendu de l'intervention de M. Hubert Védrine (Club de Gestion Financière, 13 avril 2022)* »

Le consensus occidental semble admettre que l'opinion russe soutient majoritairement Poutine sans que cela ne soit guère étayé. Sans doute, le retour massif des cercueils de jeunes soldats pourrait jouer un rôle mais il semble qu'il soit aujourd'hui discret et dilué dans l'espace. Quant aux médias, ils déversent une propagande abrutissante et il n'y a plus d'organisme indépendant.

Bref, Poutine ne devrait pas rencontrer en l'état beaucoup de freins internes à son action.

Pour asseoir sa légitimité, on peut parier que Poutine va autoriser des référendums de rattachement à la Russie à Kherson, Marioupol et dans le Donbass.

Il est probable que Poutine pense que le temps joue pour lui, qu'il peut détruire l'Ukraine, la transformer en boulet financier et militaire pour l'UE. Il peut aussi parier sur un possible retour de Trump en novembre 2024.

Par conséquent, nous excluons en l'état les hypothèses de dégradation et d'amélioration, et retenons celle d'un gel/enlèvement long (guerre d'usure) avec tensions sporadiques et gains de territoires dans le Donbass et le sud de l'Ukraine, de nature à éviter une fuite en avant poutinienne.

Qu'est-ce que cela change pour notre stratégie d'investissement à 6 mois ?

La conséquence la plus évidente est qu'il n'y aura pas d'ajustement à la baisse pour les prix des matières premières, malgré la forte décélération de la demande. Dès lors, les données d'inflation resteront élevées (inflation générale à 7% en glissement au T4 2022 aux USA et en Zone euro, vs un consensus de respectivement 5,9% et 6,3%) et il n'y aura guère à attendre d'une éventuelle inflexion de politique monétaire, d'où le maintien de conditions financières restrictives. Parallèlement, les incertitudes géostratégiques ne pourront que difficilement s'apaiser.

Tout ceci ne peut conduire qu'à une stratégie d'investissement prudente et défensive, que nous avons déjà soulignée dans nos publications antérieures et que nous renforçons quelque peu, avec en particulier :

- Léger long obligations souveraines/léger short sur les actions (sur la base du risque/rendement)
- Au sein des actions américaines et mondiales, jouer un long défensives/cycliques, un long Qualité/consommation cyclique, un long oil & gas/S&P 500 et un long santé/financières
- Long crédit/actions
- Long IG/HY au sein du crédit

Quid des matières premières ?

C'est la seule classe d'actifs pour laquelle nous maintenons de façon constante une position de sur pondération depuis le printemps 2020. Nous poursuivons cette stratégie aujourd'hui.

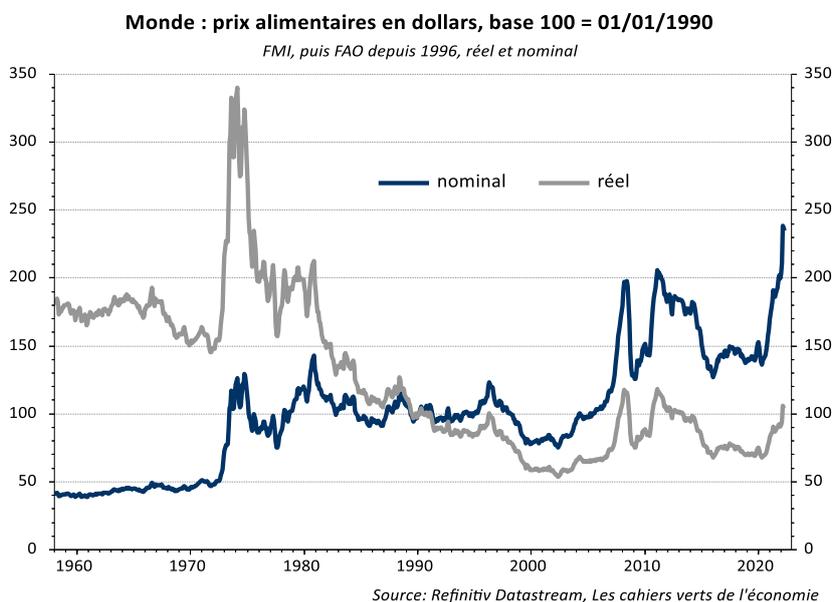
Commençons par les matières premières agricoles qui sont évidemment fortement impactées par la guerre d'Ukraine. On sait que les cycles haussiers dans ce domaine sont souvent corrélés aux chocs énergétiques (hausse des prix des fertilisants et des coûts de transport) et exacerbés par des phénomènes climatiques (type El Niño). Ce fut le cas en 2004-08 et en 2010-13 (printemps arabe). On sait aussi que les stocks sont faibles (sauf le soja) et le positionnement des investisseurs peu

3

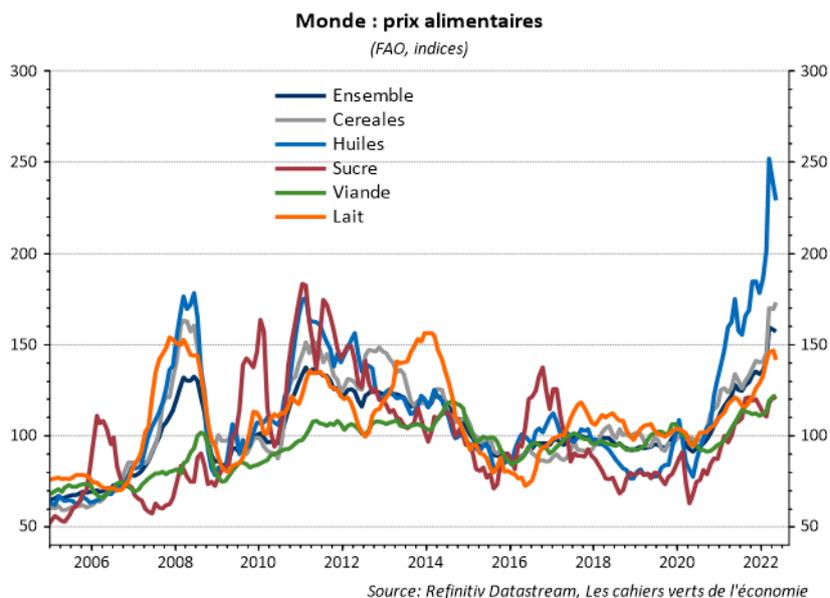
**Socofi** 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles

Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : [socofi@socofi.com](mailto:socofi@socofi.com) [www.cahiersvertsdeleconomie.com](http://www.cahiersvertsdeleconomie.com) Société anonyme au capital de 40 000 Euros  
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

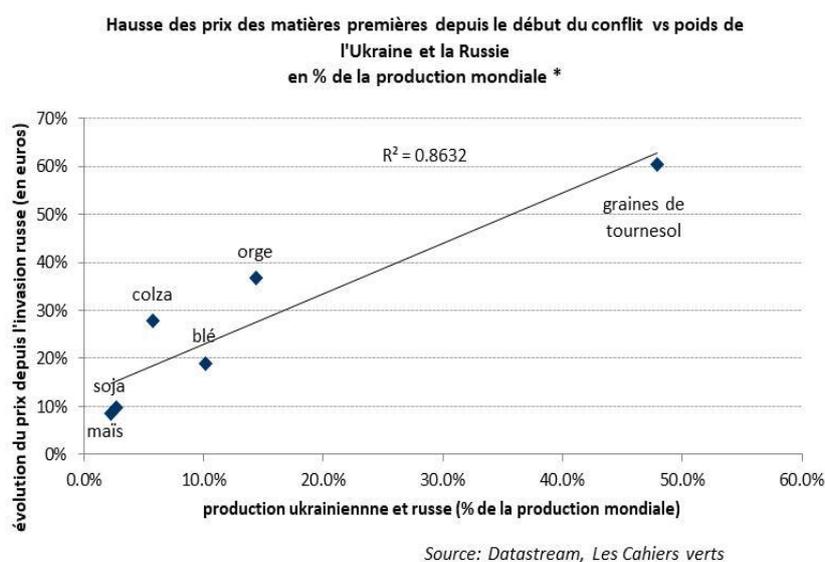
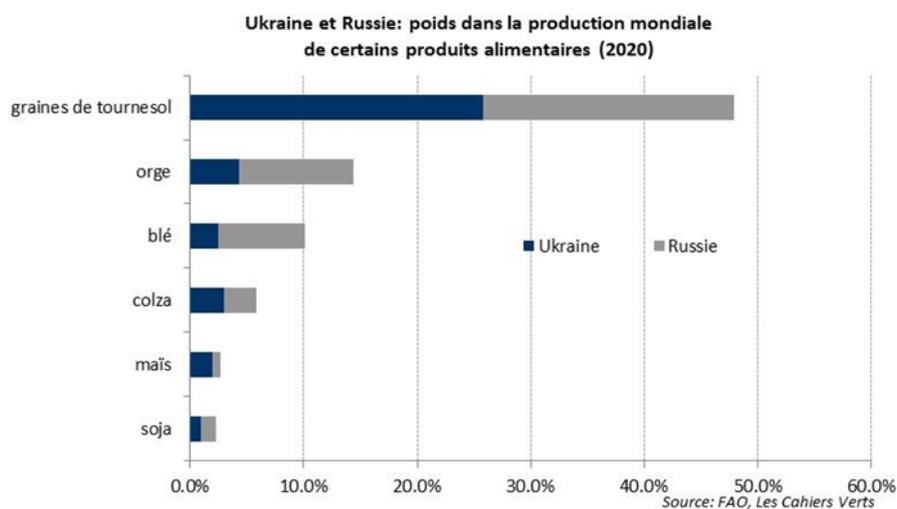
agressif. Ajoutons que le prix réel des matières 1ères agricoles se situe encore sous son niveau du début de la précédente décennie (cf. graphique ci-dessous).



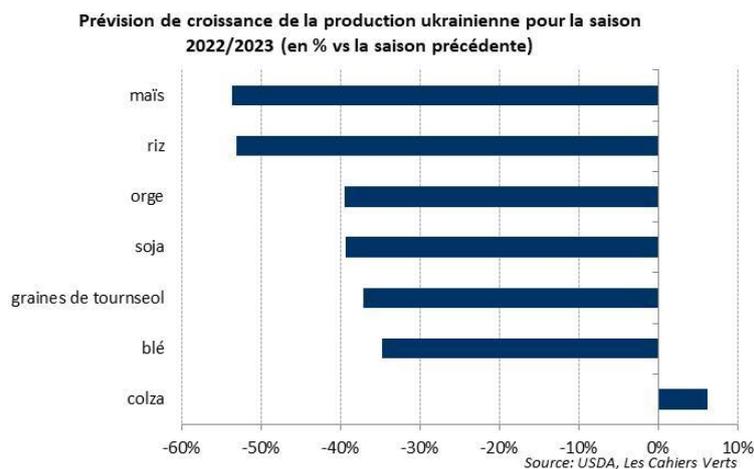
Aujourd'hui, la hausse est quasi-généralisée (cf. graphique ci-dessous, en données mensuelles), malgré une baisse récente sur certaines catégories.



Or, le poids de la Russie et de l'Ukraine est déterminant dans la production mondiale d'un certain nombre de produits (cf. graphiques ci-dessous).

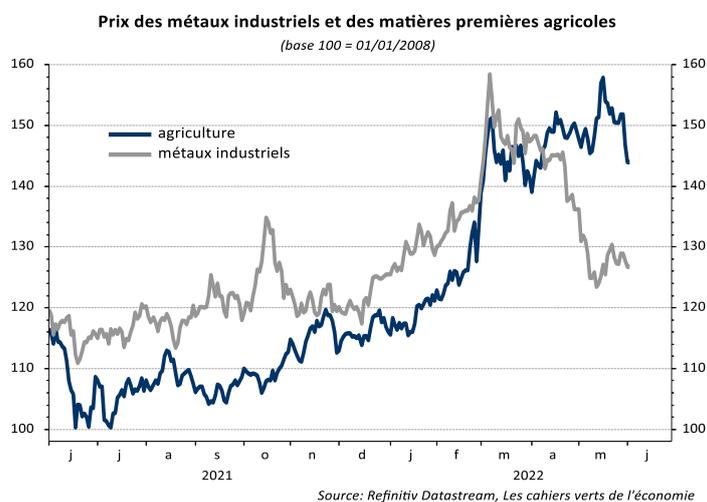


En particulier, les difficultés d'ensemencement, de production et de transport en Ukraine sont à l'origine de tensions particulières. Les perspectives de production sont particulièrement négatives selon l'USDA (cf. graphique ci-dessous).



Même remarque pour l'énergie. La décision récente d'embargo de l'UE sur le pétrole russe importé par voie maritime (6 mois pour le brut et 8 mois pour les produits raffinés)<sup>3</sup>, ne peut que maintenir les prix sous pression, bien qu'une partie substantielle (plus de 50%) du pétrole russe soit et continuera d'être dirigé vers l'Inde et la Chine.

Quant aux métaux industriels, leurs cours n'ont chuté entre mars et mai que grâce à la baisse de la demande chinoise. Avec la reprise chinoise, la dynamique haussière devrait reprendre le dessus (cf. graphique ci-dessous).



<sup>3</sup> A la fin 2022, on peut considérer que la baisse du pétrole russe importé vers l'UE aura baissé de 90%.