

L'Europe sous pression

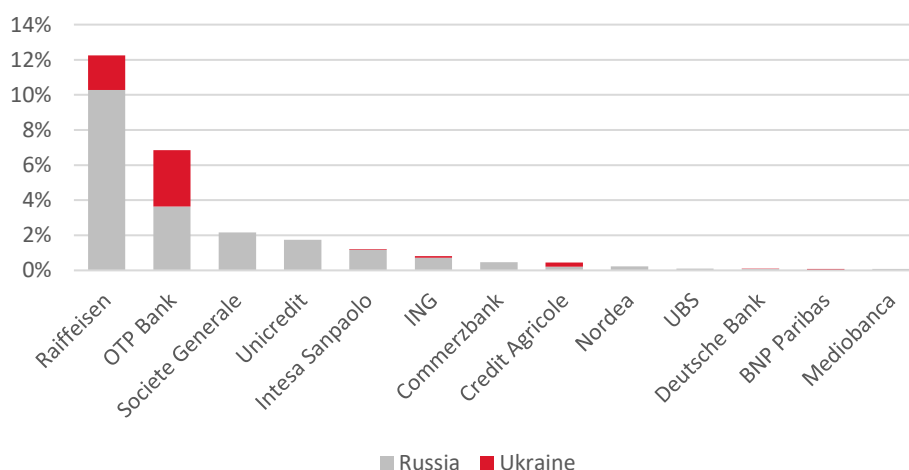
En décembre 2021, la Russie a publié une liste d'exigences nécessaires pour faire baisser les tensions en Europe avec notamment l'interdiction pour l'Ukraine d'adhérer à l'OTAN et la limitation du déploiement de troupes sur le flanc oriental de l'OTAN (ce qui revient en fait à la situation de 1997). En janvier, l'OSCE a organisé un sommet États-Unis-Russie qui n'a débouché sur aucune avancée. Cette semaine, la Russie a reconnu l'autorité des régions ukrainiennes du Donbass, de Donetsk et de Luhansk, soutenues par les séparatistes, et a affirmé qu'un génocide anti-russe s'y déroulait. Ce matin, la Russie a lancé des opérations militaires en Ukraine, décrites comme nécessaires pour "démilitariser" et "dénazifier" l'Ukraine. L'UE et la plupart des pays occidentaux ont sévèrement condamné cette invasion et cette violation de la souveraineté, à l'exception de la Chine qui a déclaré qu'il ne s'agissait pas d'une invasion.

Quelles banques sont exposées ?

En lançant une offensive militaire contre l'Ukraine, la Russie a franchi le Rubicon. Les dirigeants de l'UE, du Royaume-Uni et des États-Unis ont clairement indiqué que tous les types de sanctions économiques étaient désormais envisageables (voir ci-dessous). Le PIB russe en pâtira et les banques ayant des activités en Russie devront probablement constituer d'importantes provisions pour pertes sur prêts. Il va sans dire que l'Ukraine devrait subir un impact macroéconomique encore plus important.

Les banques dont la part de leur portefeuille de prêts en Ukraine et en Russie est la plus élevée sont indiquées ci-dessous. Des pertes sur prêts très importantes affecteraient la structure de capital de Raiffeisen suite à la conversion de certaines de ses obligations subordonnées mais impacteraient seulement le compte de résultats des autres, selon nos analyses.

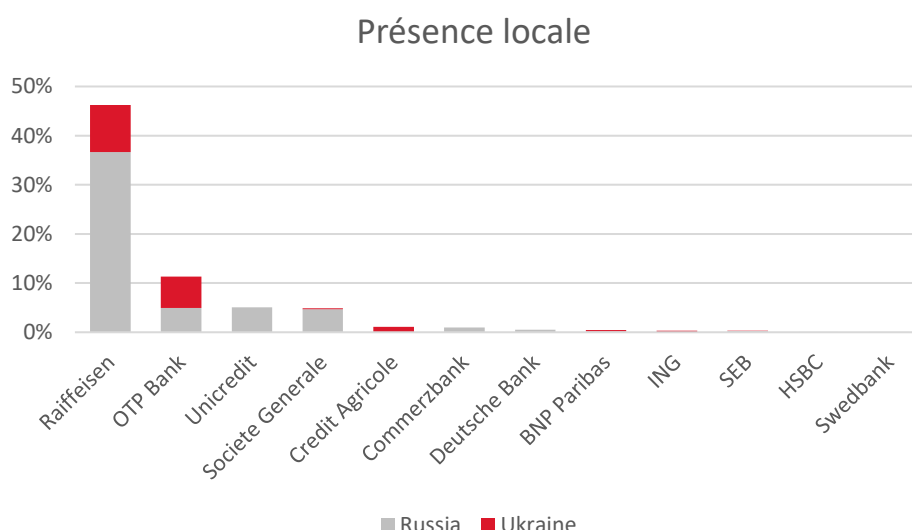
Parts de portefeuille de prêts



Cependant, nous ne pensons pas que l'exposition aux prêts soit une description adéquate du risque. En effet, dans le cas d'un conflit long avec des impacts macroéconomiques très importants, il semble que la plupart des banques - si ce n'est toutes - abandonneraient tout simplement leurs activités locales au lieu de mettre plus de fonds propres afin de les maintenir leurs solvabilités. Par conséquent,

les pertes seraient limitées à leur exposition aux entités locales (capital, financement intragroupe). Il convient de souligner que, lors des crises précédentes, les banques ont réduit les financements intragroupes et qu'il en reste peu, voire pas du tout.

Par exemple, la Société Générale détient 3,2 milliards d'euros de fonds propres (non déduits) dans Rosbank, en plus d'un prêt subordonné de 500 millions d'euros, ce qui signifie que son exposition aux fonds propres est de 3,7 milliards d'euros, bien moins que son portefeuille de prêts de 18 milliards d'euros en Russie. De même, un retrait désordonné de Raiffeisen de Russie et d'Ukraine coûterait au groupe 2,7 milliards d'euros de capital CET1, par rapport à un portefeuille de prêts de 22,8 milliards d'euros. Nous devons également souligner que, si les choses empirent, la Russie est susceptible d'imposer également des sanctions, ce qui pourrait conduire à des nationalisations forcées. C'est pourquoi nous pensons que la meilleure approche pour mesurer le risque russe et ukrainien dans le pire des cas est d'utiliser la part des bénéfices du groupe : c'est à la fois ce que la banque perdrait en cas de grave ralentissement macroéconomique et la valeur actuelle nette de ce qui pourrait être exproprié (saisie ?) par les autorités russes. C'est ce qui est indiqué ci-dessous, pour les plus grandes banques cotées ayant une présence locale.



Nous ne voyons pas la Russie et l'Ukraine comme un risque direct important pour les banques européennes, à l'exception d'OTP et de Raiffeisen.

Quel impact pour les compagnies d'assurance ?

Les compagnies d'assurance européennes devraient être confrontées à un impact direct du conflit très limité. Seuls Generali et Axa ont des activités en Russie (toutes deux de petite taille et via des participations minoritaires, respectivement Ingosstrakh et RESO). PZU, un assureur polonais et Vienna Insurance Group ont des activités en Ukraine. Pour Axa et Generali, 350 à 400 millions d'euros de dépréciations d'actifs sont évoqués.

Naturellement, les assureurs pourraient aussi subir des pertes sur leurs contrats d'assurances, par exemple dans la couverture du risque politique, l'aviation ou la navigation, qui sont les sources habituelles de risque dans les conflits géopolitiques. Nous ne disposons pas d'informations complètes

à ce sujet, mais selon la presse spécialisée, la plupart des contrats d'assurances de cette région ne couvrent pas les situations de guerre. Il convient de souligner que le « Market Association's Joint War Committee » de la Lloyds a récemment émis un avis défavorable sur cette zone géographique, ce qui laisse penser que l'offre assurantielle sera très faible.

La plupart des compagnies d'assurance sont donc plus susceptibles d'être affectées principalement à travers leurs portefeuilles d'investissements (obligations à haut rendement, actions) et par de possibles mouvements des taux.

Quel sera l'effet des sanctions ?

Il existe un large éventail de sanctions possibles – la première série, décidée avant l'annonce de l'invasion complète, n'a pas été très dommageable, comme l'a montré l'action du cours de la Sberbank (-12% le matin à +5% à la clôture, après l'annonce) Mais cela va certainement changer.

Selon divers rapports et la proposition Risch, les États-Unis ont préparé des sanctions financières qui pourraient inclure des gels d'actifs, des blocages de propriété, la suppression des correspondants bancaires américains, etc. Les cibles sont susceptibles d'inclure toutes les grandes banques russes (et pas seulement VEB et PSB, qui sont respectivement la banque de développement russe et la banque finançant les industries militaires russes), Sberbank, VTB, Gazprombank, etc. Elles pourraient être placées sur la liste américaine dite des SDN (Specially Designated Nationals), ce qui signifie que leurs actifs sont bloqués et qu'il est généralement interdit aux ressortissants américains de traiter avec elles. En pratique, les investisseurs occidentaux devraient probablement vendre toutes leurs participations dans ces entités ou être contraints de les conserver sur des comptes gelés, jusqu'à ce que les sanctions soient levées (ce qui n'est pas envisageable pour la plupart des fonds communs de placement). Le projet de loi propose également des sanctions pour les institutions financières non russes si elles maintiennent leurs relations commerciales avec des entités figurant sur le SDN.

Le projet de loi laisse également la possibilité de ne placer que quatre banques sur les huit grandes banques identifiées sur la liste SDN, de sorte que les sanctions puissent être plus nuancées. Pour les banques qui échappent à la liste SDN, des interdictions de comptes libellés en dollars américains pourraient être utilisées à la place. Cette mesure pourrait être utilisée pour les banques qui jouent un rôle crucial sur le marché des matières premières, afin d'éviter des perturbations et de permettre la réalisation de certaines transactions.

Les sanctions interdisant l'achat d'obligations d'État russes ont peu de chances d'être très efficaces, selon nous. En effet, depuis la crise de 2014 et les premières sanctions, la Russie a lentement constitué un trésor de guerre de réserves de change (aujourd'hui 640 Mds\$) qui dépasse la dette extérieure.

Plus généralement, que ce soit à cause des sanctions ou parce que les critères ESG jouent un rôle croissant dans l'allocation des portefeuilles, il est assez évident que la Russie va devoir faire face à une importante fuite de capitaux, avec les conséquences habituelles : le prix des actifs devrait s'effondrer, la monnaie pourrait se dévaluer et l'inflation pourrait augmenter.

Qu'en est-il de SWIFT ? C'est l'éléphant dans la pièce, qui a souvent été présenté comme l'option nucléaire qui pourrait faire s'effondrer le système financier russe. Cette stratégie a déjà été utilisée auparavant, lorsque les États-Unis ont coupé l'Iran de SWIFT, et elle s'est avérée très efficace pour nuire à l'économie iranienne. Mais nous pensons la situation plus nuancée. Tout d'abord, il convient de rappeler que SWIFT est simplement un système de messagerie, conçu pour envoyer des messages

très spécifiques pour les transactions financières transfrontalières dans le monde. Environ 11 000 banques font partie de ce réseau. Les États-Unis ont tenté de couper la Russie de SWIFT en 2014, mais SWIFT a répondu qu'"[ils] ne prendront pas de décisions unilatérales pour déconnecter les institutions de son réseau suite à des pressions politiques". En effet, SWIFT n'est pas une société américaine, c'est une "société coopérative" basée en Belgique, fonctionnant selon le droit belge, et détenue par les membres des réseaux, avec des parts réattribuées régulièrement, en fonction des flux de transactions. Cela signifie que l'UE a une certaine influence sur les États-Unis dans ce domaine : SWIFT doit suivre les lois de l'UE, pas celles des États-Unis. Mais déconnecter la Russie ne serait pas une mince affaire : La Russie compte 291 membres, soit 1,5 % des flux mondiaux, se classe au 13e rang mondial pour tous les messages SWIFT et au 6e rang mondial pour les messages de paiement. Interrompre toutes ces transactions (probablement environ 800 milliards de dollars par an) n'est pas une mince affaire et les conséquences économiques sont difficiles à évaluer, notamment sur les marchés des matières premières et de l'énergie. Encore une fois : SWIFT n'est qu'un système de messagerie, ce qui ne signifie pas que ces 800 milliards de dollars de transactions ne pourraient pas du tout avoir lieu (seules les transactions interdites par d'autres types de sanctions seraient arrêtées), cela les rendrait simplement beaucoup plus difficiles. La Chine et la Russie ont commencé à lancer des systèmes de messagerie alternatifs, et d'autres voies sont également disponibles, mais de manière générale, la plupart des banques occidentales seraient extrêmement réticentes à effectuer des transactions en dehors de SWIFT.

Quelles sont les prochaines étapes et les autres risques possibles ?

Il est pratiquement impossible de prévoir les prochaines actions de la Russie et la réaction éventuelle de l'Occident. Nous tenons simplement à souligner ce qui suit :

- Le scénario final voulu par Poutine est difficile à comprendre. Il est tentant d'écarter ses discours perçus comme des divagations insensées et sans grande précision historique. En même temps, ses demandes sont restées plutôt cohérentes et stables au fil du temps : pas d'extension vers l'est de l'OTAN, un gouvernement pro-russe à Kiev, une autonomie complète pour le mouvement pro-russe dans le Donbass. Le succès qu'il a remporté en Crimée (qui est désormais une province russe à tous égards, sauf en ce qui concerne le droit international) suggère qu'il pense pouvoir atteindre la plupart de ses objectifs cette fois également. Si cela s'avère exact, Poutine essaiera probablement d'obtenir un succès militaire rapide, de créer un coup d'État en Ukraine pour installer un gouvernement pro-russe (en inversant Maïdan) et d'organiser un référendum pour annexer les deux provinces du Donbass.
- Quelle est la réaction probable de l'Occident ? Des sanctions économiques massives sont presque certaines. Le revers de la médaille est évidemment la dépendance énergétique de l'UE à l'égard de la Russie, mais l'hiver est presque terminé et les pays de l'UE affirment avoir suffisamment de réserves pour supporter une hausse des prix, voire une coupure totale des approvisionnements russes (comme l'ont récemment déclaré les autorités allemandes). L'inflation sera problématique en revanche, surtout dans le contexte actuel. Nous pensons que cela ne peut tenir que quelques mois, peut-être jusqu'en décembre prochain, ce qui suggère qu'il faudrait trouver une situation plus stable entre-temps. Nous ne pensons pas qu'une intervention militaire complète en Ukraine soit politiquement acceptable pour les opinions publiques des États-Unis et de l'UE (surtout pas après la récente débâcle en Afghanistan et la situation actuelle au Sahel), ce qui signifie que ces pays occidentaux ne fourniront qu'un soutien militaire et économique à l'Ukraine.

- Si cela suffit à l'Ukraine pour résister à l'invasion russe, nous pourrions être confrontés à un scénario comparable à l'Afghanistan (1979-1989), avec une guerre longue et prolongée qui serait coûteuse (en termes humains et économiques) pour les deux pays. Cela pourrait mettre en péril le régime de Poutine, car il s'agirait de son plus grand échec. Si cela ne suffit pas et que l'Ukraine tombe rapidement et que la Russie réussit à transformer l'Ukraine en une nouvelle Biélorussie, nous assisterons probablement à d'importants déploiements de troupes dans tous les pays d'Europe de l'Est membres de l'OTAN, agissant effectivement comme un nouveau "rideau de fer" pour isoler la Russie pendant une très longue période. C'est le pire des scénarios pour les actifs russes, même si un *modus vivendi* est susceptible d'être trouvé sur les approvisionnements énergétiques.

Puisque nous envisageons des scénarios prospectifs, envisageons trois risques qui sont, selon nous, assez éloignés, mais qui méritent tout de même d'être pris en considération bien qu'ils soient hors des radars de la plupart des investisseurs (ne serait-ce que parce qu'ils pourraient être davantage discutés dans un avenir proche).

- La Chine a clairement montré son soutien à la Russie, en refusant de qualifier l'attaque d'"invasion". Cela pourrait simplement être un nouveau signe que les liens et la coopération russo-chinois sont plus forts que jamais. Mais que se passerait-il si le gouvernement chinois décidait que c'est le moment idéal pour honorer une promesse très ancienne et réunir enfin Taïwan au continent ?
- Si la crise ukrainienne se déroule favorablement pour Poutine, pourquoi s'arrêterait-il là ? Il y a une autre cible possible : La Moldavie. Les conséquences économiques directes seraient limitées, mais cela soulèverait des questions évidentes sur l'ampleur des manœuvres impérialistes de la Russie.
- Enfin, il existe un risque infime que la Russie s'en prenne aux pays baltes (il a mentionné le retour à l'URSS dans son discours...). La frontière entre la Lituanie et la Pologne, également connue sous le nom de fossé de Suwalki, est un morceau plat et étroit de territoire de l'OTAN qui serait extrêmement difficile à défendre pour l'alliance (on sait d'ailleurs que c'est le cas depuis très longtemps) et qui s'étend entre le Belarus et le Kaliningrad russe. Une attaque de la Russie aurait pour effet d'isoler totalement les trois États baltes.

Conclusion

Pour résumer notre point de vue :

- À l'exception d'OTP et de Raiffeisen, le retrait total de leurs activités russes et ukrainiennes représenterait un événement de comptes de résultats, et non de capital, pour les banques européennes. Les assureurs européens ont peu de risque, sauf à travers leur portefeuille d'investissement et leur sensibilité aux taux d'intérêt.
- Le déroulement des événements est très difficile à évaluer. Notre scénario de base serait malheureusement que Poutine parvienne à établir un gouvernement pro-russe en Ukraine, ce qui placerait tous les actifs russes sur une liste de sanctions pendant un certain temps, avec de graves conséquences pour l'économie russe.
- Un scénario plus positif serait que son plan échoue, soit en raison d'une résistance militaire plus importante que prévu, soit parce que l'impact des sanctions est trop difficile à supporter. Cela déclencherait une forte reprise et pourrait amorcer la chute du gouvernement de Poutine.
- Un scénario plus négatif à très faible probabilité serait que Poutine ne s'arrête pas à l'Ukraine mais s'attaque également à d'autres pays, comme la Moldavie ou (encore moins probable) les trois États baltes.

Cette note a été écrite le 24 février 2022 à 18h45.



Jérôme Legras

Directeur de la recherche

Jérôme a travaillé 12 ans à la Société Générale en tant que Responsable adjoint de l'activité « Structured Capital Finance ». Il a travaillé auparavant au CCF (puis HSBC France) comme ingénieur financier au sein de la Direction de la Recherche et de l'Innovation, principalement sur la mesure quantitative du risque et la valorisation de produits dérivés. Il a rejoint Axiom Alternative Investments en janvier 2013.

Jérôme est diplômé de l'École Polytechnique (X93) et de l'ENSEA

Avertissement

Ce document est établi par Axiom Alternative Investments. Il est réservé uniquement à des investisseurs professionnels au sens de la Directive européenne sur les marchés d'instruments financiers 2014/65/UE, agissant pour compte propre ou agissant pour compte de tiers dans la mesure où les décisions d'investissements relèvent de leur propre discrétion.

Axiom Alternative Investments est une société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n°GP-06000039.

Du fait de leur simplification, les informations contenues dans ce document sont inévitablement partielles ou incomplètes et ne peuvent dès lors avoir une quelconque valeur contractuelle. Toute souscription devra être effectuée après avoir pris connaissance du prospectus de l'OPCVM, disponible sur simple demande auprès d'Axiom Alternative Investments.

Il a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription de ce produit. Toutefois en cas de souscription, l'investisseur doit obligatoirement consulter le prospectus de l'OPCVM afin de prendre connaissance de manière exacte des risques encourus notamment le risque de perte en capital et le cas échéant, le risque de liquidité des actifs sous-jacents. L'investissement doit s'effectuer en fonction de ses objectifs d'investissement, son horizon d'investissement et sa capacité à faire face au risque lié à la transaction.

La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée sont interdites sans l'autorisation préalable de Axiom Alternative Investments.