IAM
Independent Asset Management

Analyse thématique — T1 2022

Le conflit russo-ukrainien et ses conséquences

Invasion de l'Ukraine: quelles conséquences économiques?

Invasion de l'Ukraine : quelles conséquences?

L'invasion de l'Ukraine par la Russie devrait avoir des conséquences économiques sévères pour la Russie et dans une moindre mesure pour les pays d'Europe occidentale. Compte tenu de l'incertitude sur l'ampleur des sanctions qui pourraient être encore imposées à la Russie et surtout sur la durée du conflit, les conséquences sont difficiles à évaluer. Toutefois, à la lumière des précédents chocs énergétiques et des modèles économétriques, il est possible d'esquisser des hypothèses sur le secteur de l'énergie, l'inflation, le commerce extérieur, les aspects financiers et la confiance des entreprises et des ménages. Avec le premier volet des sanctions mises en place ces derniers jours, le PIB de la Russie pourrait reculer de 10% cette année. Evidemment, il s'agit d'une première estimation et la situation évoluant quotidiennement, avec des sanctions supplémentaires, leur impact pourrait être plus important. Du côté des pays occidentaux, ce sont surtout les pays européens et les entreprises actives en Russie qui seront (ou qui sont déjà) impactées. Les premières estimations montrent que le PIB de la zone euro et celui des émergents (à cause de la Russie) seraient impacté de 1.5 point cette année. Globalement, la croissance mondiale devrait être révisée d'un point, de 3.3% à environ 2.3%. Avant d'analyser les conséquences plus en détail, examinons dans un premier temps la liste de ces sanctions.

Fig.1: Révision de la croissance du PIB 2022
Source: Barclays

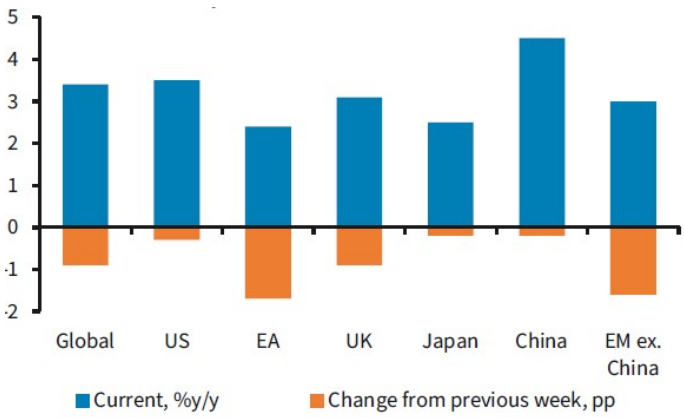
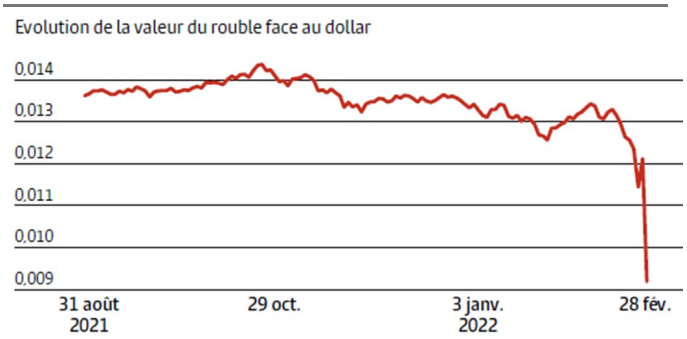


Fig.2: Evolution du rouble face au dollar
Source: Les Echos



Sanctions financières: contraintes d'accès au système financier

Depuis la reconnaissance des républiques fantoches du Donbass par Moscou le 22 février dernier, des sanctions financières ont été appliquées. Le 25 février, l'Union européenne a annoncé des mesures « individuelles » à l'égard du Président russe et de son ministre des affaires étrangères ainsi qu'à 680 personnes et 53 entités avec un gel des avoirs et une interdiction de mettre des fonds à leur disposition. Cette liste de personnes n'est pas exhaustive et devrait s'étendre à d'autres personnes proches du pouvoir russe. Le 26 février, les pays occidentaux et l'UE ont établi un gel des avoirs en devises de la Banque centrale russe (BCR) qui ressortent à 630 Mds de dollars. Par ailleurs, plusieurs banques sont interdites du réseau SWIFT et ne peuvent donc plus opérer aucune transaction internationale. Depuis le 28 février, Euroclear a cessé toute transaction sur tous les titres libellés en roubles. Euronext et la Bourse de Londres arrêtent toute transaction en roubles. Pour éviter une chute du rouble, la BCR a remonté le 28 février son taux directeur de 9.5% à 20% et a mis en place un contrôle des capitaux, ce qui n'a pas évité un effondrement de la devise russe de près de 40% face au dollar. Enfin, la plus grande banque russe SBER et cinq autres banques ne pourront plus effectuer de transaction en dollars et voient leurs avoirs gelés, sauf pour la SBER. A noter que certaines banques actives dans le secteur de l'énergie échappent à ces sanctions car les importations d'énergie par l'Europe et leur paiement ne seraient plus possible.

Sanctions sectorielles: énergie, technologie et transport

Les sanctions sectorielles annoncées par les Etats-Unis et l'UE interdisent à plusieurs entreprises russes, dont Gazprom, etc., de prendre de nouvelles participations et de contracter de nouvelles dettes en devise. Dans la suite de ces mesures, l'UE interdit la vente, la fourniture, le transfert et les exportations de biens technologiques utilisés dans les secteurs de l'énergie, de l'industrie spatiale et de l'aviation et, évidemment, du secteur de la défense et de l'armement.

Retrait des entreprises occidentales

Plusieurs entreprises occidentales, en particulier dans le secteur de l'énergie, ont décidé de se retirer de Russie et / ou de rompre leurs contrats. C'est le cas de BP (pour 25 milliards de dollars de pertes éventuelles) et de Shell. Mais, cette liste d'entreprises européennes qui se retirent du marché russe s'alonge de jour en jour, en particulier dans le secteur du luxe et du commerce de détail. Ainsi, par exemple, IKEA a fermé tous ses magasins et des dizaines de milliers d'emplois ont été supprimés.

Fermetures des frontières

Les alliés européens (y compris la Suisse et d'autres pays) ont fermé leurs espaces aériens à l'aviation civile russe. En représailles, la Russie a également fermé son espace aérien aux compagnies aériennes européennes. Pour les compagnies européennes, les effets ne seraient pas très importants si ce n'est un rallongement des parcours vers l'Asie, en particulier vers la Chine et le Japon, la route sibérienne étant coupée. Pour le fret, les prix devraient donc encore s'accroître. Toutefois, les compagnies chinoises empruntent encore cette route directe. Pour les compagnies russes, les répercussions sont nettement plus sévères avec, pour Aeroflot, un arrêt complet de tout vol international.

Fig.3: Union européenne : importation d'énergie de Russie
Source: Barclays

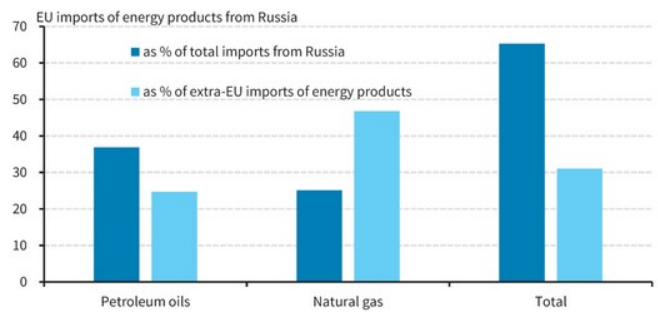
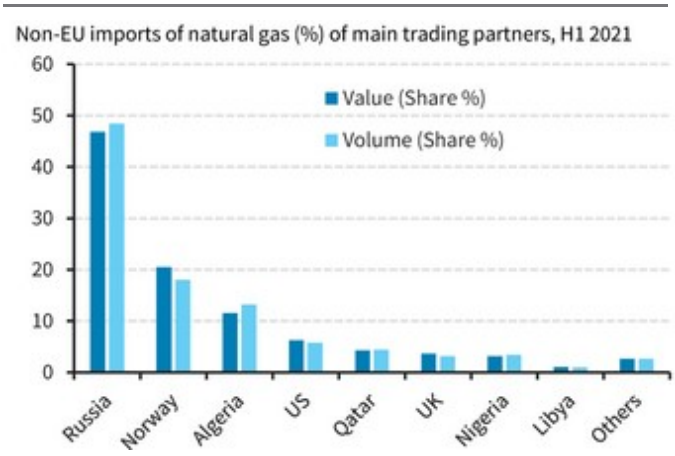


Fig.4: Union européenne : importation de gaz (hors EU)
Source: Barclays



La situation dans le secteur maritime pourrait avoir des conséquences encore plus importantes. En effet, le commerce avec la Russie est totalement arrêté. Maersk, le plus grand transporteur mondial, a d'ailleurs annoncé la fin de la desserte des ports russes (sauf pour la nourriture et les médicaments). Plusieurs secteurs devraient être impactés durement par l'arrêt des exportations russes et ukrainiennes: les céréales, les engrais et les autres matières premières. En effet, la Russie et l'Ukraine sont parmi les plus gros exportateurs mondiaux de blé, surtout vers les pays du Moyen Orient et d'Afrique. On assite actuellement à une explosion des cours ce qui devrait se traduire par une forte hausse des prix du pain. Le pouvoir d'achat des ménages dans les pays dépendants des importations de blé sera donc amputé et pourrait générer, comme dans le passé, des troubles sociaux. Du côté des matières premières industrielles, on observe également un affolement des marchés. Ainsi, par exemple, le nickel, dont la Russie assure plus de 20% de la production mondiale, a atteint un niveau record de 100'000 dollars la tonne le 8 mars, avant de voir sa cotation suspendue sur le marché de Londres. Les prix à la production, qui ont déjà vivement rebondi avec la fin de la crise sanitaire, devraient donc accélérer à nouveau. Ce n'est évidemment pas une bonne nouvelle pour l'industrie dans le monde. Les dernières enquêtes auprès des ménages et des entreprises soulignent l'inquiétude croissante d'une inflation plus forte et plus durable que ce qui avait été anticipé. Les ministres des finances européens se sont réunis en urgence le 2 mars dernier et ont recommandé, avec la Commission européenne, d'adopter une politique budgétaire neutre, c'est-à-dire de ne pas réduire pour l'instant les déficits budgétaires afin de lutter contre la hausse des prix de l'énergie et des matières premières.

L'énergie, facteur clé

Un véritable choc énergétique se profile, du moins pour l'Europe. En effet, les prix du pétrole se sont tendus à plus de 120 dollars le baril, alors que les compagnies étrangères hésitent à affréter des tankers et / ou à acheter du pétrole russe par crainte d'éventuelles sanctions à venir. Les prix du gaz ont rebondi encore plus violemment que ceux du pétrole. Or, compte tenu de l'intensité énergétique des pays et de leur dépendance aux hydrocarbures, il est déjà possible d'estimer les dégâts sur la croissance de cette année. La seule bonne nouvelle pour l'Europe est que sa dépendance aux hydrocarbures est moins forte que dans les autres pays industriels et que l'impact de la hausse des prix sera moins forte sur la croissance. La situation actuelle est assez semblable à celle de 1973 (guerre de Kippour) qui a provoqué une pénurie de pétrole en Europe et une récession. Un embargo éventuel sur le pétrole et le gaz russe provoquerait un véritable tremblement de terre pour les économies du vieux continent. Mais, on n'en est pas encore là. En effet, la dépendance énergétique à la Russie est très forte.

L'énergie est le principal bien exporté par la Russie vers l'Europe et cette dernière représente près de 50% du total des exportations russes. Pour l'instant, ce secteur n'a pas encore été impacté par les sanctions européennes pour la simple raison que la dépendance à la Russie, en particulier le gaz, est très importante. L'Allemagne, par exemple, selon Eurostat, importe 55% de son gaz de Russie. Et 30% du pétrole importé dans l'UE provient de Russie. Dans tous les cas de figure, le secteur de l'énergie serait le plus touché par une aggravation du conflit. Selon les données de 2021, plus de 60% des importations européennes de Russie sont de l'énergie. Par ailleurs, l'UE importe environ 50% de son gaz de Russie et 30% de son pétrole, soit environ près du tiers du total de son énergie.

Fig.5 : Révision des prévisions d'inflation pour 2022
Source: Barclays

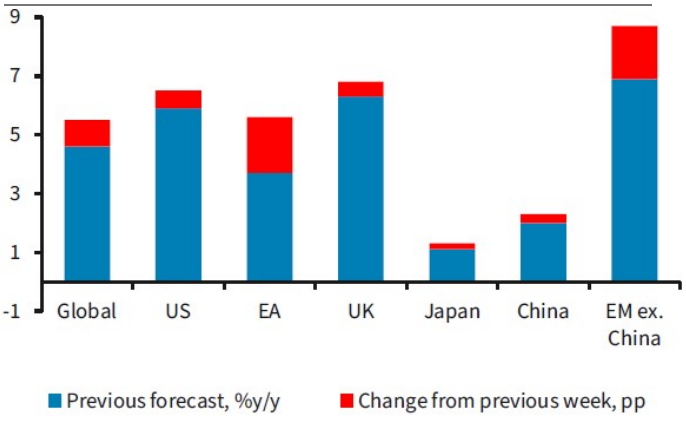


Fig.6: Union européenne : importation de gaz (hors EU)
Source: Barclays

Sensitivity analysis of a USD 10/bbl increase in Brent crude oil price.

	Growth (pp)	CPI (pp)
US	-0.15	0.28
Euro Area	-0.09	0.20
*Japan	-0.13	0.33
China	-0.10	0.10
India	-0.10	0.37
Brazil	0.01	0.50
Russia	0.20	0.20
South Africa	-0.10	0.50

*sensitivity based on 10% increase in crude oil price

La dépendance à la Russie est donc forte pour l'ensemble de l'Union européenne et il paraît impossible de remplacer un tel volume par d'autres pays en peu de temps. Toute aggravation de la situation géopolitique devrait pousser les prix à la hausse, voire impliquerait un rationnement et pénaliserait les ménages dans leur pouvoir d'achat et les entreprises dans leur production et leurs marges. Les pays européens seraient impactés différemment selon leur dépendance aux énergies fossiles. L'Espagne serait le pays le plus touché par une hausse des prix en raison de son ratio de consommation de gaz et par le système de transmission des prix. Du côté russe, une contraction des exportations d'hydrocarbures vers l'Europe impacterait immédiatement le PIB et toute l'économie. En effet, 80% des revenus extérieurs proviennent des exportations d'énergie, quand bien même les prix devraient progresser.

En conclusion

Les sanctions appliquées à la Russie provoqueraient un effondrement de son économie avec une contraction du PIB de plus de 10%. Si un embargo sur les exportations d'énergie russe était décidé, le PIB pourrait plonger de plus de 20%. Dans les autres pays, en particulier en Europe, les sanctions et le conflit ukrainien devraient engendrer une inflation supérieure de 2 points, en tout cas à ce qui avait été anticipé, amputant d'autant le pouvoir d'achat des ménages. Par ailleurs, la croissance économique européenne ne devrait être plus que de 2.5% cette année et de 2% en 2023. La situation géopolitique évoluant tous les jours, ces hypothèses restent évidemment fragiles et les probabilités d'un scénario plus pessimiste encore croissent.