



Impact du conflit russe sur notre choix de valeurs

Le déclenchement de la guerre en Ukraine constitue un choc dont les répercussions économiques à court et à long terme sont difficilement mesurables à ce stade. Alors que la réaction des marchés lors des événements de nature systémique se manifeste par des mouvements de flux massifs sans grand discernement, notre approche consiste à envisager systématiquement le scénario le plus défavorable pour les titres que nous détenons en portefeuille. Il s'agit d'identifier tous les risques même les plus improbables afin de s'assurer de la capacité des sociétés dans lesquelles nous avons investi à surmonter la crise et d'évaluer si ces risques sont correctement pris en compte dans leur valorisation. Cette méthode qui guide invariablement nos choix d'investissement lors des périodes de grande incertitude conforte le positionnement de nos portefeuilles durant cette nouvelle période de crise.

En règle générale, les entreprises européennes sont très peu exposées à la Russie qui représente seulement 1,6% de leur chiffre d'affaires en moyenne⁽¹⁾. Il en va de même pour les sociétés que nous détenons en portefeuille dont l'exposition moyenne ne dépasse pas 2%⁽²⁾. Parmi les titres les plus exposés, nous constatons que la baisse des valeurs bancaires comme Unicredit, Société Générale ou ING est disproportionnée par rapport aux risques encourus. En supposant que ces banques perdent l'intégralité de leurs actifs exposés à la Russie, c'est-à-dire le non-remboursement des prêts accordés et la perte des capitaux investis dans leurs filiales russes quand elles en ont, elles conserveraient des niveaux de fonds propres très largement supérieurs aux exigences réglementaires. Le cas de la banque ING figure parmi les exemples les plus frappants. La capitalisation boursière du titre a baissé de plus de 10 milliards d'euros⁽³⁾ alors que la banque a déclaré une exposition inférieure à 5 milliards d'euros en prêts accordés qui correspond à une année de résultat net pour ING. Selon notre analyse, la perte totale de ces actifs n'aurait aucune conséquence sur les fonds propres de la banque qui est surcapitalisée et qui attend l'aval de la BCE pour rendre le surplus aux actionnaires.

Après ces trois banques, l'exposition de nos portefeuilles au risque russe se cantonne aux groupes pétroliers BP et TotalEnergies dont les activités en Russie ne contribuent qu'à environ 5% de leurs Cash-Flow respectifs⁽⁴⁾. De la même manière, la dépréciation intégrale de ces actifs sans aucune contrepartie ne dégraderait pas significativement leur santé financière et la perte de ces revenus futurs serait largement compensée par le maintien des prix de l'énergie à des niveaux très élevés selon notre analyse.

Malgré le recul marqué des performances consécutif à l'invasion de l'Ukraine, nos portefeuilles sont très peu exposés au risque russe. La forte volatilité des marchés nous a néanmoins conduit à opérer plusieurs changements au sein de nos portefeuilles les jours précédents cet événement. Nous avons réduit notre exposition au secteur pétrolier en abaissant le poids des titres TotalEnergies et Shell dont la valorisation intègre désormais un prix du pétrole qui se maintiendrait à un niveau élevé. Nous avons également renforcé le poids des valeurs pharmaceutiques (Sanofi et Grifols, spécialiste mondial des produits sanguins) qui offrent avant tout une importante sous-valorisation.

Dans une perspective de long terme, le choc engendré par le conflit va très certainement accélérer les bouleversements économiques à l'œuvre : la fin de la globalisation des systèmes de production et des chaînes d'approvisionnement dont on constate la fragilité ainsi que la hausse massive des dépenses d'investissement dans le cadre d'une transformation industrielle, digitale et énergétique à grande échelle qui s'accompagnent du retour de l'inflation. Nos portefeuilles sont positionnés pour bénéficier de ce changement de régime économique majeur que nous avons déjà identifié avant la crise.

Sources :

1. Morgan Stanley research : "Sizing Up Further Escalation" February 23, 2022.
2. Information obtenue directement auprès des entreprises (rapports annuels, contact direct)
3. Bloomberg, du 23 février 2022 (veille de l'invasion) au 1er mars 2022.
4. Estimation Kepler Cheuvreux pour l'année 2021

Avertissement

Aucune des sociétés mentionnées ci-dessus ne constitue une recommandation d'investissement. Les performances passées ne sont pas une indication fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. La stratégie est exposée à un risque de perte en capital.

ODDO BHF AM est la branche de gestion d'actifs du Groupe ODDO BHF. Elle est la marque commune des cinq sociétés de gestion juridiquement distinctes ODDO BHF AM SAS (France), ODDO BHF PRIVATE EQUITY (France), ODDO BHF AM GmbH (Allemagne), ODDO BHF AM Lux (Luxembourg) et METROPOLE GESTION (France).

Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de METROPOLE GESTION au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de METROPOLE GESTION.

Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.