

# Conséquences d'un cessez-le-feu en Ukraine

## Messages clés

1. **Les chances d'une solution sous la forme d'un cessez-le-feu augmentent.** Bien que l'impact général puisse être positif, les détails détermineront son ampleur.
2. **Une solution durable entraînerait probablement une baisse des prix du gaz en Europe.**
3. **Les dépenses de défense sont sur le point d'augmenter** dans l'un ou l'autre scénario (c'est-à-dire un cessez-le-feu ou un accord durable) pour garantir le respect d'un accord.
4. **Tranquillité d'esprit** - La réduction des risques géopolitiques pourrait accroître la confiance des consommateurs, réduire les taux d'épargne et stimuler la consommation discrétionnaire.
5. **Nous restons Neutre vis-à-vis de l'Europe, car il peut y avoir des facteurs compensatoires.** Les secteurs de la construction, des matériaux ou de l'industrie, devraient bénéficier de l'arrêt des hostilités.

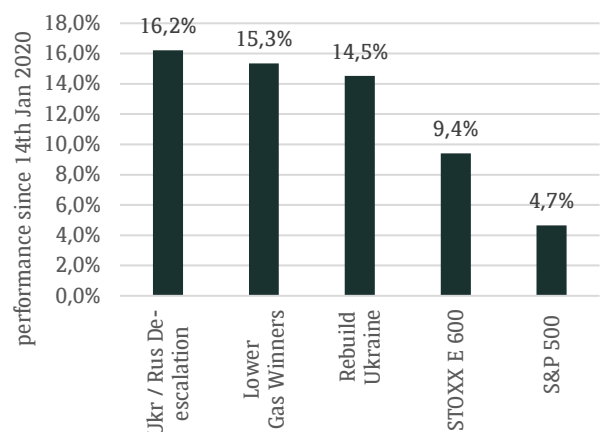
Des hauts responsables américains et russes se sont rencontrés en Arabie saoudite cette semaine pour préparer un éventuel sommet des dirigeants visant à mettre fin à la guerre. Au moment de la rédaction de cet article, il n'était pas clair dans quelle mesure le président ukrainien Zelensky ou l'Europe seraient impliqués dans les négociations à venir. Il reste à voir si les pourparlers seront couronnés de succès et s'ils aboutiront à une solution durable pour la guerre en Ukraine. Nous ne souhaitons pas spéculer sur la probabilité d'un cessez-le-feu. Nous préférons nous concentrer sur les implications qu'un accord potentiel pourrait avoir sur l'économie européenne et les marchés boursiers. Le président américain Trump semble déterminé à mettre fin à la guerre. Comme la fin des hostilités aurait très probablement des conséquences positives pour l'Europe à plusieurs égards, les marchés ont réagi favorablement à cette nouvelle. Les entreprises perçues comme bénéficiant de la fin des hostilités ont déjà réagi positivement (cf. graphique 1). Dans ce document, nous examinons dans quelle mesure ces effets sont déjà pris en compte et où des opportunités subsistent.

## Cessez-le-feu ou accord durable

Les résultats les plus probables - en supposant la fin des hostilités - seraient soit une sorte de cessez-le-feu indéfini, soit un accord durable. Dans le premier cas, il en résulterait un conflit gelé car aucune solution ne serait trouvée dans les territoires occupés. Ce dernier serait suivi d'une phase (plus longue) de négociations qui aboutirait à une résolution couvrant les questions les plus urgentes, c'est-à-dire les (nouvelles) frontières, la sécurité, les réparations russes et autres sujets (par exemple, l'adhésion de l'Ukraine à l'UE/à l'OTAN).

Un cessez-le-feu serait évidemment perçu comme plus fragile qu'un accord durable, car il n'aurait pas de résolution finale. La Russie et l'Ukraine pourraient reconstruire leurs forces épuisées, ce qui signifie que le risque de reprise des combats persisterait. Quoi qu'il en soit, l'effet général pour l'Europe serait - à des degrés divers - positif.

## LES PANIERS D' ACTIONS EXPOSÉS À LA PAIX EN UKRAINE ONT SURPERFORMÉ



Source: BNP Paribas, Bloomberg

Stephan Kemper

Chief Investment Strategist  
BNP Paribas Wealth Management-  
Private Banking Germany



## L'impact économique d'un accord

### Un effet multicanal

D'après nos prévisions, un accord pourrait avoir des répercussions concrètes sur l'économie européenne. Ces impacts incluent :

- une hausse de la confiance des consommateurs et des entreprises,
- une diminution des prix du gaz, si un accord durable est conclu,
- une augmentation des dépenses de reconstruction pour les industries connexes,
- une hausse des dépenses de défense dans l'UE, similaire dans les deux scénarios envisagés,
- un retour progressif des Ukrainiens déplacés de l'UE vers leur pays d'origine.

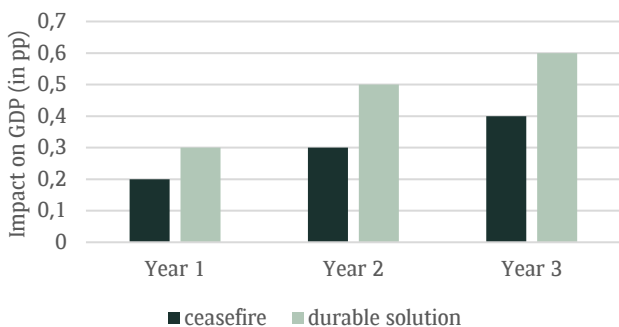
Comme le montre cette liste, tous les facteurs ne seraient pas nécessairement positifs pour la croissance, et chaque impact dépendrait de la durabilité de l'accord. Néanmoins, la fin des hostilités devrait réduire l'incertitude en Europe, ce qui pourrait renforcer la confiance des entreprises et des ménages, entraînant ainsi une croissance stimulée par une consommation et des investissements accrus.

### Baisse du prix du gaz à venir ?

Historiquement, l'Europe, et en particulier l'Allemagne, a maintenu des relations étroites avec la Russie grâce au commerce de l'énergie, la Russie étant jusqu'à récemment l'un des plus grands exportateurs de gaz. Une résolution du conflit pourrait avoir un impact significatif sur les prix de l'énergie en Europe, comme le montre le graphique 4. Cela serait particulièrement bénéfique pour l'Allemagne, qui continue de subir les prix de l'énergie les plus élevés d'Europe.

L'ampleur de ces impacts positifs dépendra fortement de la nature de l'accord conclu.

**GRAPHIQUE 2 : L'IMPACT SUR LA CROISSANCE DU PIB EST POSITIF DANS LES DEUX SCÉNARIOS**



Source: BNP Paribas

Dans le cadre d'un cessez-le-feu, il est peu probable que les sanctions européennes soient largement levées en raison de l'incertitude que cela créerait. De plus, l'Ukraine a peu de raisons de permettre le transit du gaz russe par ses infrastructures. Par conséquent, les flux de gaz vers l'Europe resteraient faibles, limitant ainsi la baisse des prix du gaz. Les sanctions pétrolières resteraient également en place.

Cependant, dans le cadre d'un accord durable, la situation pourrait changer considérablement. L'assouplissement des sanctions permettrait de rétablir les flux de gaz et de pétrole russes vers l'Europe, entraînant ainsi une baisse des prix.

### Défendre la paix

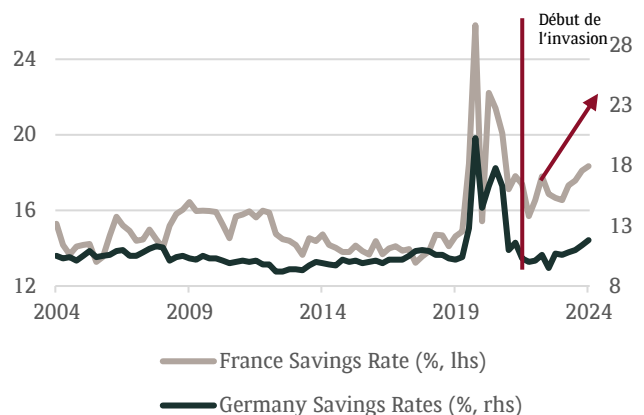
Dans les deux scénarios envisagés, les dépenses de sécurité devraient augmenter pour renforcer les capacités militaires européennes, d'autant plus que les États-Unis ne semblent pas prêts à contribuer de manière significative à la paix en Ukraine. On peut donc s'attendre à ce que les dépenses de défense dépassent 3 % du PIB, conformément aux récents commentaires du secrétaire général de l'OTAN, Mark Rutte (cf. graphique 5).

### Impact global sur la croissance

Les deux scénarios sont globalement positifs pour la croissance en Europe, comme le montrent les scénarios présentés ci-dessous (cf. graphique 2). La combinaison de la réduction des risques géopolitiques et de la baisse des prix de l'énergie devrait soutenir la confiance des consommateurs en Europe. Une augmentation des dépenses discrétionnaires pourrait suivre, car le besoin perçu de maintenir des taux d'épargne supérieurs à la moyenne diminuerait (cf. graphique 3).

Les effets globaux sur l'économie pourraient être encore plus importants si l'on ajoute les efforts de reconstruction nécessaires en Ukraine. La Banque mondiale a récemment estimé le coût de la reconstruction de l'Ukraine à 500 milliards USD.

**GRAPHIQUE 3 : LES TAUX D'ÉPARGNE ONT AUGMENTÉ APRÈS L'ESCALADE DU CONFLIT**



Source: BNP Paribas, Bloomberg



## Impacts sectoriels

### Un projet d'infrastructure de 500 milliards USD

Les actions liées à la reconstruction des infrastructures endommagées ou détruites en Ukraine ont suscité un vif intérêt auprès des investisseurs. Les secteurs directement impliqués dans la reconstruction nécessaire, estimée à 500 milliards USD sur la prochaine décennie, devraient tirer le plus grand bénéfice d'un accord durable. Parmi ces secteurs, on trouve les entreprises de construction ainsi que les matériaux tels que le ciment, le cuivre et l'acier. Morgan Stanley estime que 4 à 6 millions de tonnes d'acier seront nécessaires pour la reconstruction. Avec environ 30 % des infrastructures sidérurgiques ukrainiennes endommagées ou détruites, une part significative de l'acier devra être importée. Les entreprises chimiques et industrielles en profiteront également, car leurs produits sont essentiels pour toute activité de reconstruction. Il est à noter que les industries des matériaux de construction et de l'acier devraient bénéficier d'une double impulsion : une demande croissante au-delà de l'Ukraine et des coûts d'intrants réduits grâce à la baisse des prix du gaz.

### Ce n'est pas seulement une question de "reconstruction"

Comme mentionné précédemment, la baisse des prix du gaz et l'amélioration du sentiment économique pourraient stimuler la croissance en Europe, soutenant ainsi les secteurs cycliques. L'Allemagne devrait bénéficier d'un changement de mentalité des investisseurs si les prix de l'énergie commencent à baisser, réduisant ainsi un frein majeur à l'activité économique. La Pologne profiterait également de la réduction de l'incertitude liée au conflit avec la Russie. Rappelons qu'une défaite de l'Ukraine aurait entraîné une frontière directe entre la Russie et la Pologne. Dans la mesure où la Pologne accueille actuellement 17 % de tous les réfugiés ukrainiens, soit le troisième plus grand groupe, il pourrait y avoir des effets compensatoires suite au retour de ces réfugiés en Ukraine.

### Compagnies aériennes – ciel bleu possible

La réouverture de l'espace aérien russe serait bénéfique pour les transporteurs long-courriers, car elle permettrait de réduire le temps de vol et les coûts grâce à des liaisons plus efficaces. Les compagnies aériennes locales en bénéficieraient également, bien que dans une moindre mesure. L'industrie profiterait aussi d'une réduction supplémentaire des coûts énergétiques. Du côté des revenus, l'augmentation de la confiance des consommateurs devrait se traduire par une forte demande de voyages.

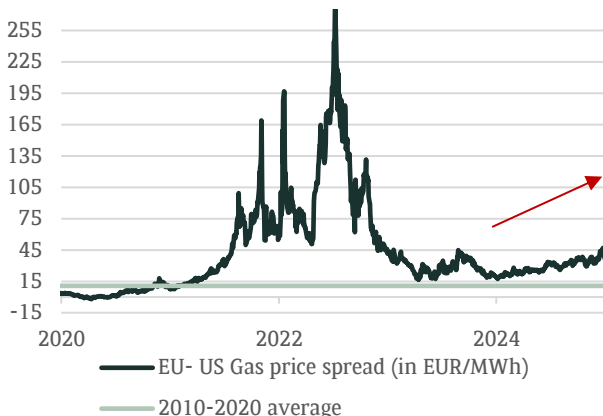
### Tranquillité d'esprit – Dépenses discrétionnaires

La combinaison de la réduction des risques géopolitiques et de la baisse des prix de l'énergie devrait soutenir la confiance des consommateurs en Europe. Une hausse des dépenses discrétionnaires pourrait stimuler le secteur des produits et services de consommation. Cette augmentation de la consommation pourrait facilement provenir de l'épargne accumulée et d'un taux d'épargne plus faible.

### Secteur de l'énergie et des mines

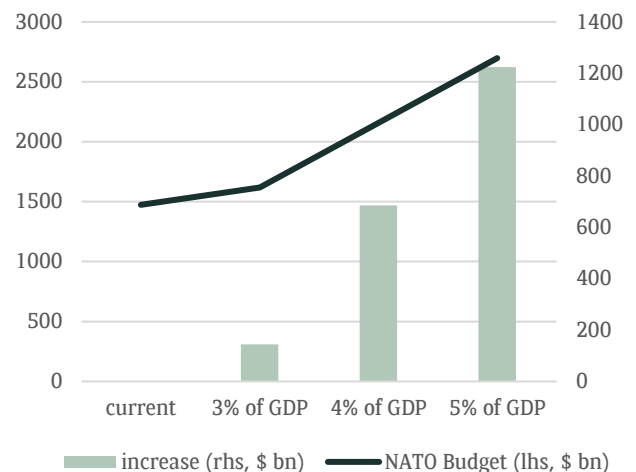
Le risque de baisse des prix de l'énergie devrait persister pour les grands noms européens de l'énergie. Dans ce scénario, nous voyons un certain risque de nouvelles révisions à la baisse des bénéfices. En revanche, les valeurs minières devraient bénéficier de la demande croissante et de la hausse des prix des métaux. Cependant, il est important de noter que certains métaux pourraient subir une correction des prix si les sanctions existantes sur les métaux russes sont levées. La Russie est un important fabricant d'acier, d'aluminium et de nickel. Ainsi, la réaction des entreprises fortement exposées à ces métaux pourrait être plus modérée, voire négative. Le risque pour ce scénario reste cependant faible. Comme l'Europe dispose d'un approvisionnement suffisant en ces métaux, il est beaucoup moins nécessaire de lever rapidement les sanctions sur ces industries, contrairement à l'énergie.

**GRAPHIQUE 4 : L'ÉCART DE SPREAD GAZIER ENTRE L'UE ET LES ÉTATS-UNIS EST ENCORE NETTEMENT SUPÉRIEUR AUX NIVEAUX D'AVANT-GUERRE**



Source: BNP Paribas, Bloomberg

**GRAPHIQUE 5 : UN OBJECTIF DE DÉPENSES DE L'OTAN PLUS ÉLEVÉ**



Source: BNP Paribas, NATO



## Pourquoi nous ne sommes pas optimistes sur l'Europe (pour l'instant)

### L'idée est tentante...

Le positionnement des investisseurs a considérablement évolué. Selon une enquête de Bank of America, en janvier, 12 % d'entre eux ont déclaré surpondérer les actions européennes dans un contexte mondial, tandis qu'en décembre 2024, 25 % ont déclaré être sous-pondérés. Comme mentionné précédemment, une solution à la guerre en Ukraine pourrait donner un nouvel élan au sentiment et à la croissance en Europe. Il est donc tentant de revoir à la hausse notre opinion sur les actions européennes, d'autant plus que les récentes évolutions du marché semblent indiquer un retournement de tendance.

### ... mais nous voyons certains risques à l'avenir

Au moment de la rédaction de cet article, il n'était pas encore clair dans quelle mesure l'Ukraine et/ou l'Europe seraient impliquées dans les négociations. Cela augmente le risque que le résultat soit un cessez-le-feu plutôt qu'un accord durable, ce qui pourrait rendre l'Europe moins encline à l'adopter. Par conséquent, il existe un risque réel que les sanctions européennes ne soient pas levées aussi rapidement que le marché l'anticipe.

Une autre possibilité à envisager est que tout accord négocié par les États-Unis pourrait inclure des conditions favorables pour les entreprises américaines, par exemple en attribuant des contrats préférentiels. Les idées récemment avancées par Donald Trump concernant les minerais ukrainiens ou l'importation d'armes en Ukraine suggèrent qu'un tel résultat doit être pris en compte. Cela réduirait l'impact positif sur la croissance du PIB et du BPA (bénéfice par action) en Europe. Un autre facteur important à l'origine du changement de sentiment actuel est la possibilité d'un gouvernement plus stable et plus favorable au marché en Allemagne, qui tiendra ses élections législatives le 23 février.

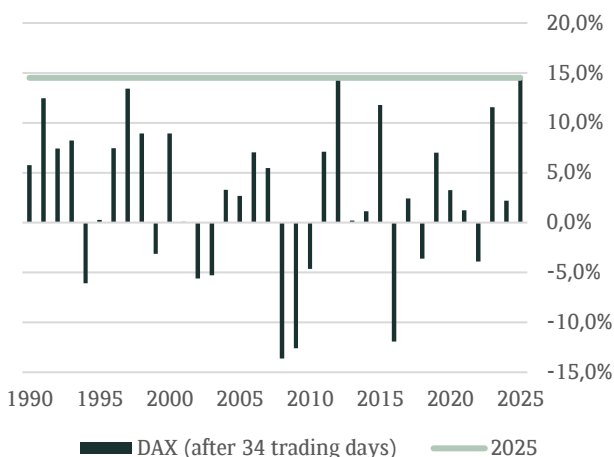
Selon les sondages les plus récents, il pourrait être difficile pour une coalition bipartite d'obtenir une majorité. Une coalition tripartite semble nécessaire si l'extrême gauche (Die Linke) et les libéraux-démocrates (FDP) parviennent à entrer au Parlement. Dans ce scénario, une coalition "Deutschland" entre la CDU/CSU, le SPD et le FDP semble être l'issue la plus probable.

Cependant, avec des différences fondamentales dans les préférences politiques (sociales, fiscales, étrangères, etc.), une telle coalition pourrait s'avérer aussi instable que la précédente, gouvernant probablement sur la base du "plus petit dénominateur commun". Même une réforme du frein à l'endettement serait compliquée, car le FDP y est opposé.

### Un jeu à somme nulle ?

Les investisseurs doivent garder à l'esprit que l'autre menace pour l'économie européenne concerne les droits de douane. Bien que notre scénario de base comprenne un certain montant de taxes, en particulier sur des produits comme les voitures, nous ne prévoyons généralement pas de droits de douane importants sur toutes les exportations européennes vers les États-Unis. Ce point de vue n'est contesté que de manière mineure par l'idée de tarifs réciproques de Trump, car l'écart global entre les taux tarifaires n'est pas important et certains ajustements ont déjà été inclus dans notre base de référence. Une évolution plus inquiétante est l'idée de traiter la TVA comme une taxe supplémentaire qui doit également être prise en compte. Une hausse plus large des droits de douane ou des taux plus élevés effaceraient la plupart des effets positifs sur la croissance d'un cessez-le-feu en Ukraine. Pour l'instant, nous maintenons notre vision neutre de l'Europe. Nous privilégions l'exposition cyclique et recommandons aux investisseurs de s'exposer à des secteurs spécifiques plutôt qu'à une région entière.

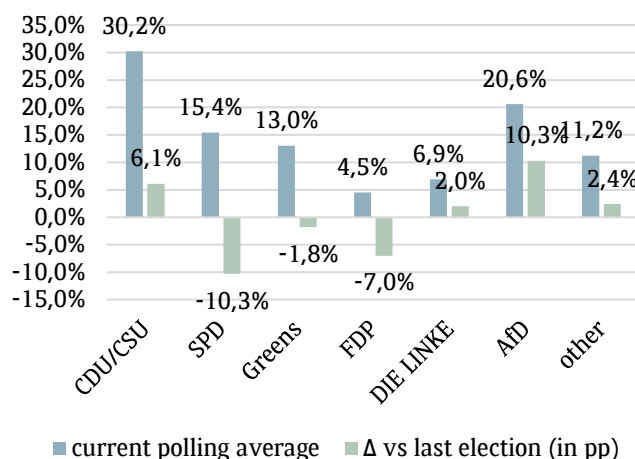
GRAPHIQUE 6 : LE DAX A CONNU SON MEILLEUR DÉBUT D'ANNÉE DEPUIS 35 ANS



Source: BNP Paribas, Bloomberg



GRAPHIQUE 7 : LES SONDAGES ACTUELS INDIQUENT UN MARIAGE FORCÉ DE PARTENAIRES DISPARATES



Source: BNP Paribas, wahlrecht.de

## Quelques recommandations sur l'or

### Un risque de correction croissant...

Si un cessez-le-feu est conclu ou qu'une solution durable est trouvée, l'apaisement des tensions géopolitiques pourrait réduire la nécessité perçue d'utiliser l'or comme couverture contre les tensions géopolitiques. Cela entraînerait très probablement une correction, surtout après que le métal jaune a bondi de près de 50 % en six mois et se négocie près du seuil psychologique de 3000 USD / once.

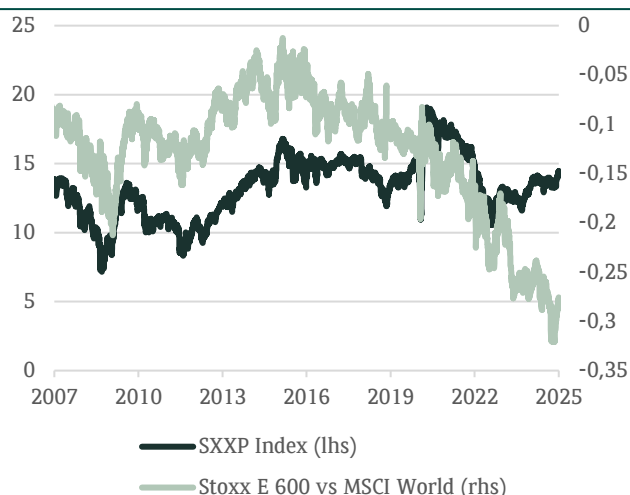
### ... mais la perspective à long terme reste intacte

Nous ne pensons pas que les banques centrales cessent d'être les principaux acheteurs d'or, même si les sanctions contre la banque centrale russe étaient levées. Les actifs libellés en dollars risquent d'être gelés, ce qui est un fait structurel. La diversification des réserves de change devrait donc rester une priorité essentielle. Par conséquent, nous nous attendons à ce que les banques centrales, en particulier dans les marchés émergents, continueront de réallouer du dollar vers l'or.

Selon une enquête récente, 69 % des banques centrales ont indiqué qu'elles avaient l'intention d'augmenter leurs réserves d'or au moins modérément (figure 9). Cette tendance pourrait même s'accroître si les sanctions contre la banque centrale russe étaient levées, permettant ainsi à la banque centrale russe de sécuriser ses actifs en les transférant vers des actifs non gelables.

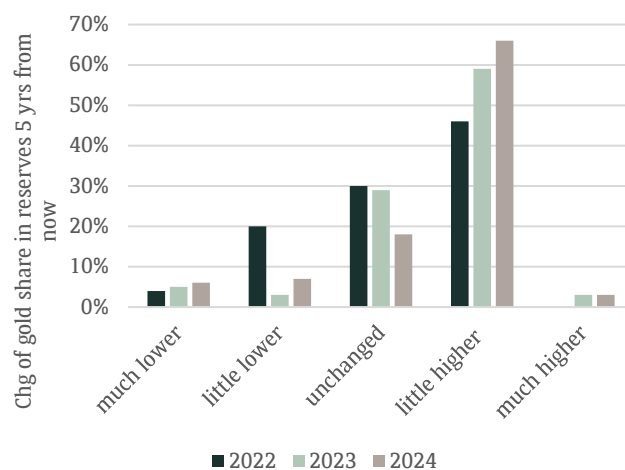
Nous restons donc positifs sur les perspectives à long terme de l'or, mais nous attendons des niveaux d'entrée plus attractifs avant d'acheter. "Acheter à la baisse" semble être une stratégie judicieuse pour l'or.

**GRAPHIQUE 8 : L'EUROPE N'EST PAS CHÈRE PAR RAPPORT AU RESTE DU MONDE, MAIS PAS AU REGARD DE SA PROPRE HISTOIRE**



Source: BNP Paribas, Bloomberg

**GRAPHIQUE 9 : LA PLUPART DES BANQUES CENTRALES PRÉVOIENT D'AUGMENTER LEURS RÉSERVES D'OR**



Source: BNP Paribas, World Gold Council

## L'ÉQUIPE DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

### FRANCE

#### Edmund SHING

Global Chief Investment Officer

#### Isabelle ENOS

Senior Investment Advisor

#### Charles GIROT

Senior Investment Advisor

### ITALIE

#### Luca IANDIMARINO

Chief Investment Advisor

### BELGIQUE

#### Philippe GIJSELS

Chief Investment Advisor

#### Alain GERARD

Senior Investment Advisor, Equities

#### Patrick CASSELMAN

Senior Investment Strategist, PRB

### ALLEMAGNE

#### Stephan KEMPER

Chief Investment Strategist

### LUXEMBOURG

#### Guy ERTZ

Deputy Chief Investment Officer

#### Edouard DESBONNETS

Senior Investment Advisor, Fixed Income

### ASIE

#### Prashant BHAYANI

Chief Investment Officer, Asia

#### Grace TAM

Chief Investment Strategist





# RETROUVEZ-NOUS SUR LES RÉSEAUX SOCIAUX



**wealthmanagement.bnpparibas**

## AVERTISSEMENT

Le présent document commercial est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme de droit français, Siège social 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris, France, immatriculée sous le numéro 662 042 449 RCS Paris, immatriculée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché.

Ce document est confidentiel et destiné exclusivement à l'usage de BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA ou de leurs sociétés affiliées (« BNP Paribas ») et des personnes à qui ce document a été remis. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus.

Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quel que soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

L'information contenue dans ce document a été rédigée sans

prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement.

Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit dans le présent document est soumis à la lecture et à la compréhension préalables de la documentation juridique relative au produit, et en particulier de celle qui décrit en détail les droits et obligations des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans le produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions. Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses collaborateurs ou administrateurs peuvent exercer des fonctions sur ces produits ou avoir des relations avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Images de Getty Images.



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

La banque  
d'un monde  
qui change