FOCUS AVIVA INVESTORS FRANCE

Macro et Allocation

Mars 2022

En Bref

- La guerre entre l'Ukraine et la Russie entraînera un choc inflationniste à court terme et des conséquences négatives sur l'économie, mais l'expansion économique ne devrait pas être remise en cause dans un scénario de risques contenus.
- Nous avons relevé nos prévisions d'inflation, déjà revues à la hausse début février ; ces prévisions sont actuellement dans la fourchette haute du consensus des économistes.
- La croissance sera affaiblie cette année et l'année prochaine par rapport au scenario sans guerre qui était envisagé en début d'année.
- Nous considérons que l'économie de la zone euro sera plus impactée que l'économie américaine.
- Les hausses des taux de la Réserve fédérale pourrait porter les taux directeurs à 2% en fin d'année.
- La Banque centrale européenne devrait commencer à normaliser les taux au cours du dernier trimestre 2022.
- Nos équipes de gestion conservent une approche d'allocation prudente.
- Nous attendons une stabilisation de la situation géopolitique ainsi que des catalyseurs marqués pour nous repositionner avec conviction sur la direction des marchés actions en particulier.

Les implications de la guerre en Ukraine pour l'économie sont très incertaines et peuvent déboucher sur différents scénarios en fonction de l'évolution du conflit. Toutefois, l'invasion et les événements connexes sont susceptibles de créer une pression à la hausse supplémentaire sur l'inflation et de peser sur l'activité économique.
Dans un scenario de risques contenus, sans résolution immédiate du conflit et potentiellement un durcissement des sanctions mais sans arriver à l'embargo du gaz russe, l'expansion économique ne serait pas remise en cause, mais la croissance sera affaiblie cette année et l'année prochaine par rapport au scenario sans guerre qui était envisagé en début d'année.
Nous avons également relevé nos prévisions d'inflation, déjà revues à la hausse début février ; ces prévisions sont actuellement dans la fourchette haute du consensus des économistes.

FOCUS AVIVA INVESTORS FRANCE

Macro et Allocation

Mars 2022

SCÉNARIOS MACROÉCONOMIQUES

La transmission principale du choc passe par les matières premières.

Graphique 1

Evolution du prix de l'énergie

Source : Macrobond au 18 mars 2022

Le premier et principal canal de transmission est celui des prix des matières premières, qui nous impose également de revoir nos prévisions d'inflation à la hausse. Le déclenchement de la guerre a engendré une hausse très sensible du cours du pétrole et du gaz (cf. graphique 1), mais également des matières premières agricoles (blé, maïs et toutes les céréales, cf. graphique 2).

Graphique 2

Evolution du blé

Source: Macrobond au 18 mars 2022

Ce choc d'offre négatif constitue une perte de richesse pour tous les pays importateurs nets de ces produits. Concrètement, ces hausses de prix vont grever le pouvoir d'achat des ménages et ralentir les investissements des entreprises dont les coûts de production vont augmenter. L'Europe est plus exposée à la Russie d'un point de vue énergétique que les Etats-Unis : elle importe 47% du gaz de la Russie et 25% du pétrole alors que les Etats-Unis n'importent que 5% de pétrole et pas de gaz.
Il est important aussi de rappeler, qu'au sein de la zone euro l'exposition des pays n'est pas homogène et donc pourrait impacter certains pays plus que d'autres. A titre d'exemple, une fois qu'on pondère les importations par la consommation, les deux pays les plus exposés sont l'Allemagne et l'Italie avec respectivement 13,2% et 12,4% de dépendance au gaz russe contre 1,2% pour la France.

Aux Etats-Unis, l'augmentation du prix du pétrole pèse aussi sur l'économie mais ne constitue pas un transfert de richesse à l'étranger puisque les Etats-Unis sont aujourd'hui exportateurs nets de pétrole.
Par ailleurs, il ne s'agit pas seulement de considérer la dépendance énergétique. La Russie et l'Ukraine sont parmi les grands producteurs mondiaux de céréales, les pays émergents seront impactés et 35% du blé que l'Europe importe vient d'Ukraine. Encore une fois, les Etats-Unis sont moins exposés, étant donné qu'ils sont le 2ème plus grand producteur de céréales au monde après la Chine. **Pour toutes ces raisons, nous considérons que l'économie de la zone euro sera plus impactée que l'économie américaine.**

Le deuxième canal est celui du ralentissement du commerce international.
D'abord, la hausse des prix des matières premières précédemment mentionnée devrait faire ralentir l'économie mondiale et donc le commerce international. Ensuite, les sanctions prises par la communauté internationale en réponse à l'invasion de l'Ukraine, qui se sont traduites en particulier par une dépréciation d'ampleur du rouble[1], vont causer une récession significative en Russie et en Ukraine. Enfin, au-delà des effets directs des sanctions qui obèreront les échanges bilatéraux avec la Russie, il est probable que nombre d'entreprises occidentales décident d'elles-mêmes de ne plus exporter en Russie au regard de leur appréciation du risque pays[2]. Le ralentissement du commerce international lié à ces deux derniers mécanismes devrait toutefois être d'ampleur modérée en lien avec le poids modeste de l'économie russe et de l'Ukraine (respectivement 2,8% et 0,4% du PIB mondial).

Le troisième canal est celui de la confiance.
Les tensions géopolitiques à l'œuvre augmentent les facteurs d'incertitude qui diminuent la confiance des acteurs économiques et favorisent l'attentisme des ménages et des entreprises. L'expérience historique montre qu'il s'agit d'un canal amplificateur lors de chocs économiques, et nous pensons que ce dernier canal sera important en cas d'évolution négative de la crise et/ou durcissement des sanctions comme un embargo sur les importations de gaz russe.
L'ampleur de ces chocs dépend fondamentalement de la durée et de l'intensité du conflit. C'est pourquoi nous proposons trois scénarios.

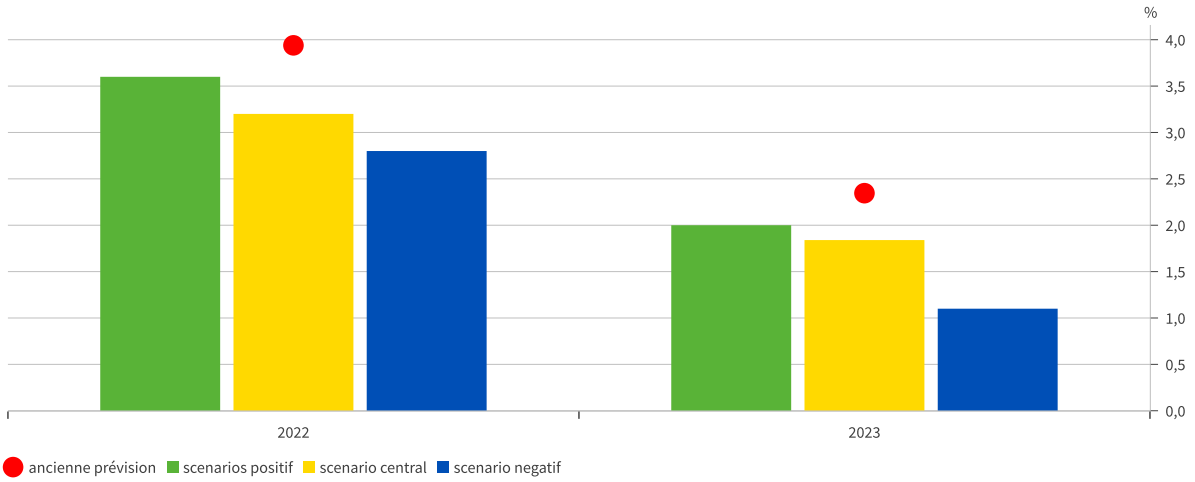
[1] La dépréciation du change a conduit la banque centrale russe à augmenter son taux directeur de 9,5% à 20% le 28 février 2022.
[2] M. Crozet et J. Hinz ont mis en évidence ce comportement lorsqu'ils ont évalué les pertes d'exportations liées aux tensions diplomatiques avec la Russie engendrées par l'annexion de la Crimée. Cf. Crozet M. and J. Hinz (2020), "Friendly fire: The trade impact of the Russia sanctions and counter-sanctions", *Economic Policy*, 35(101), 97-146.

La zone euro serait plus impactée que le reste du monde

Dans le scenario central, nous considérons que la résolution du conflit ne se réalisera pas à brève échéance, que les sanctions resteront en place, et que les prix des matières premières resteront élevés en 2022 avant de se modérer en 2023. Les conséquences macroéconomiques seraient durables, mais les révisions à la baisse sur la croissance ne remettent pas en cause la poursuite de l'expansion économique en 2022 et 2023. En début d'année, nous avions évoqué l'utilisation partielle de l'excès d'épargne accumulé par les ménages pendant la pandémie et les investissements du plan de relance comme les deux moteurs principaux de la croissance européenne. Nous pensons toujours, qu'en cas de choc limité, ceux-ci constituent deux ancres importantes pour la croissance et la réduction progressive de l'écart de production.
Nous prenons également en compte dans nos scénarios que ces chocs négatifs concentrés en Europe devraient être en partie compensés par une impulsion budgétaire moins restrictive qu'attendue pour répondre aux conséquences de la guerre. Le rôle de la politique budgétaire pourrait être facilité par la prolongation de la suspension du Pacte de Stabilité et de Croissance jusqu'en 2023, actuellement en discussion. Des financements devront en effet être mobilisés pour compenser la hausse des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises les plus contraints financièrement, mais aussi et surtout pour accueillir les réfugiés ukrainiens, et réaliser les investissements sur les énergies renouvelables et dans les budgets militaires pour renforcer la défense européenne.
Dans ce contexte, l'activité de la zone euro pourrait afficher une croissance légèrement supérieure à 3% en 2022 (cf. graphique 3), tandis que la croissance mondiale serait moins impactée grâce à la meilleure résilience des Etats-Unis et de la Chine (cf. graphique 4).

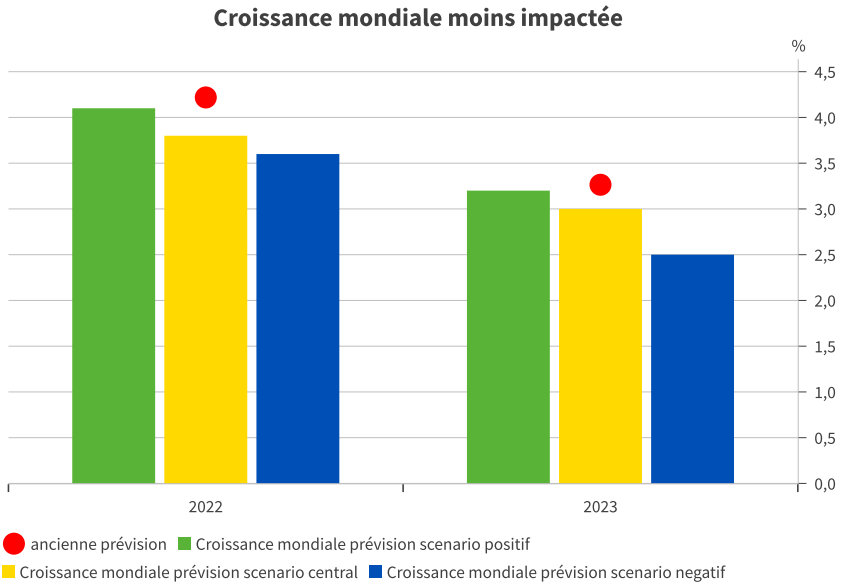
Graphique 3

Croissance de la Zone Euro revisée à la baisse



Source: Aviva Investors France, Macrobond au 18 mars 2022

Graphique 4



Source: Aviva Investors France, Macrobond au 18 mars 2022

Mais plusieurs scenarios alternatifs sont possibles

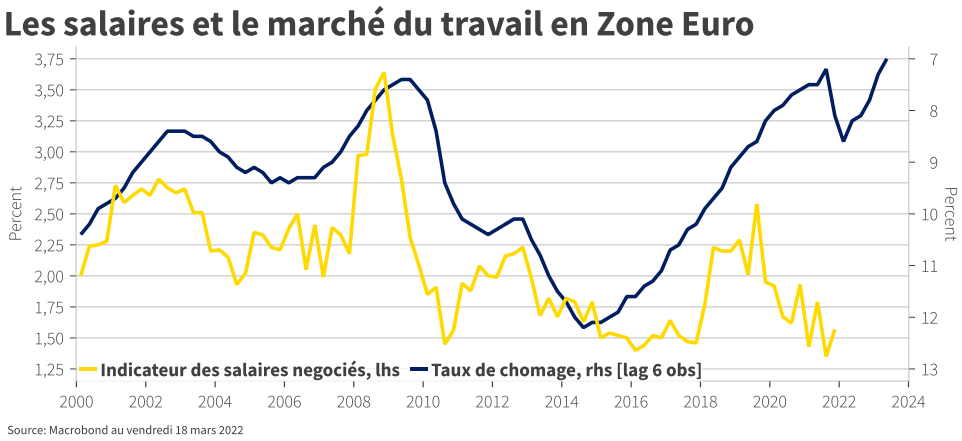
Un scenario plus optimiste peut se matérialiser si la résolution de la crise est plus rapide et les prix des matières premières reculent dès le second semestre 2022, même si nous considérons qu'ils resteront à un niveau légèrement plus élevé qu'en 2021. Les sanctions contre la Russie restent également en place. Dans ce scénario, la croissance ne serait que légèrement impactée et pourrait encore être supérieure à 3,5% en 2022 en zone euro.

Enfin, un scenario adverse pourrait se matérialiser en cas d'escalade de la crise avec une hausse supplémentaire des prix des matières premières, un durcissement des sanctions (potentiellement un embargo du gaz russe), et donc un impact potentiellement plus significatif sur la confiance des consommateurs et des entreprises. Le risque dans ce cas est celui d'une stagnation de la croissance.

L'impact à court terme est surtout inflationniste

En ce qui concerne l'évolution des prix, l'impact inflationniste à court terme est fort et nous avons révisé de manière significative nos prévisions d'inflation pour cette année. Dans nos trois scenarios, nous considérons que les prix énergétiques et les prix agricoles resteront plus élevés qu'avant la crise. Notamment en zone euro, nous pensons que le pic d'inflation pourrait être décalé au deuxième trimestre, et que les prix ne commenceraient à décélérer que sur la seconde partie de l'année. **En moyenne, dans notre scénario central, l'inflation européenne pourrait se situer dans une fourchette entre 5,5% et 6%** (cf. graphique 5), et à cet égard nous considérons donc que les dernières projections centrales de la BCE (moyenne d'inflation pour 2022 à 5,1%) sont conservatrices.

Graphique 5

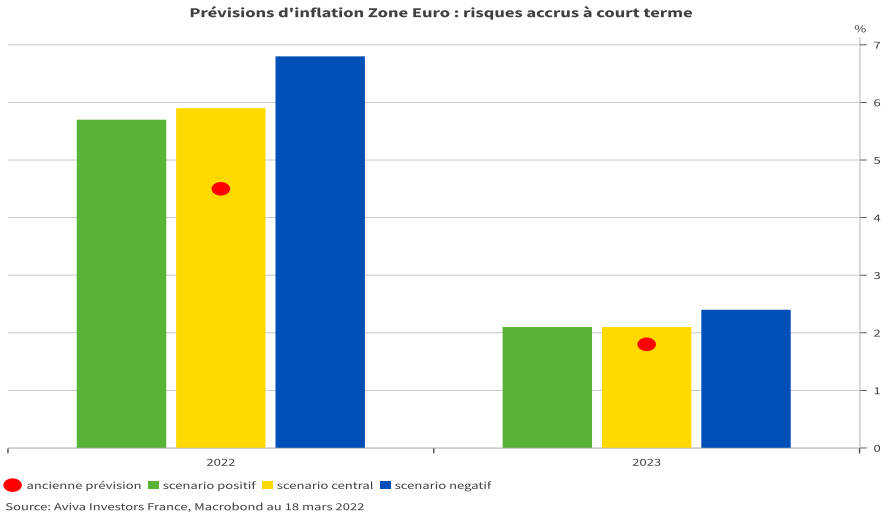


Nous insistons sur le fait qu'une grosse incertitude demeure pour les prévisions à moyen terme, non seulement parce qu'elles dépendent de la difficulté à prévoir correctement l'évolution des prix des matières premières dans ce contexte, mais également parce que l'incertitude sur les effets de second tour en zone euro est amplifiée par la guerre en Ukraine et les possibles répercussions sur la croissance.

Une meilleure dynamique salariale est à prévoir en zone euro pour cette année, grâce à l'amélioration du marché du travail (cf. graphique 6), et nous l'avions déjà intégrée dans nos hypothèses de début d'année. Toutefois, d'après le chef économiste de la BCE, même une progression salariale de 2,5% à 3% (contre 1,6% actuellement en zone euro) reste compatible avec la cible d'inflation de la BCE et n'entrainerait pas une spirale inflationniste prix-salaires. La progression salariale sera donc une des variables clés à suivre cette année pour anticiper l'amplitude du resserrement monétaire de la BCE.

A noter également que l'écart d'inflation entre les Etats-Unis et la zone euro devrait rester important au-delà de cette année. L'accélération des prix aux Etats-Unis, qui concerne d'ores et déjà toutes les composantes, devrait se modérer en 2023, mais l'inflation américaine devrait rester supérieure à 3% en moyenne alors qu'elle devrait se rapprocher du 2% en zone euro.

Graphique 6



FOCUS AVIVA INVESTORS FRANCE

Macro et Allocation

Mars 2022

La normalisation de la politique monétaire se poursuit

Jusqu' à présent l'invasion de l'Ukraine a très peu pesé dans les décisions des Banques centrales qui, pour la plupart, se sont déjà engagées sur la voie de la normalisation de la politique monétaire. Nous pensons que cela restera le cas, sauf en cas de matérialisation du scénario adverse (ou même d'un scénario plus dégradé que celui que nous avons considéré ici) qui pourrait conduire à un resserrement monétaire moins prononcé éventuellement dans la seconde partie de l'année.

A l'heure actuelle, nous considérons que les hausses des taux de la Réserve fédérale vont continuer et porteront les taux directeurs à 2% en fin d'année. La normalisation du bilan devrait également démarrer en juin/juillet ce qui, d'après Jerome Powell, correspond à une hausse supplémentaire implicite de 0,25%.

La Banque centrale européenne devrait commencer à normaliser les taux au cours du dernier trimestre, mais cela ne devrait pas être un cycle agressif comme aux Etats-Unis.

La seule Banque centrale à contre-courant est la Banque Centrale chinoise, qui pourrait davantage assouplir les conditions monétaires pour soutenir son économie et atteindre 5,5% de croissance qui est l'objectif ciblé pour 2022 par les autorités.

FOCUS AVIVA INVESTORS FRANCE

Macro et Allocation

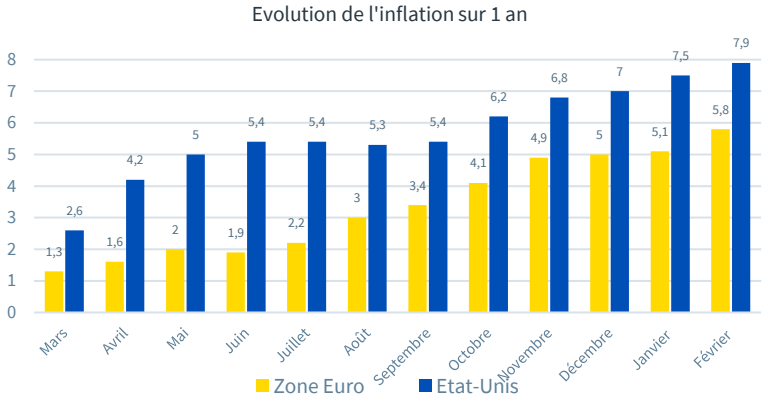
Mars 2022

STRATÉGIE D'ALLOCATION

Dans le contexte actuel, et suite à l'augmentation marquée de la volatilité[3] sur les dernières semaines, nos équipes de gestion conservent une approche prudente. En tant qu'investisseur de long terme, nous attendons une stabilisation de la situation géopolitique ainsi que des catalyseurs marqués pour nous repositionner avec conviction sur la direction des marchés actions en particulier.

Des marchés financiers sensibles à l'évolution du conflit

Ce mois de mars est marqué par l'intervention militaire russe en Ukraine dont les implications économiques sont nombreuses. Ce conflit attise notamment les inquiétudes sur une flambée des prix de l'énergie. Même si on constate une accalmie sur la dernière semaine, le prix du baril a subi de fortes variations depuis le début du mois, dépassant même les 130 $ le 7 mars dernier. Le même constat peut être fait sur le gaz alors que la production russe représente 40% des importations européennes. Il en découle une volonté forte et urgente que l'Europe devienne indépendante énergétiquement. Cette position pourrait amener des changements structurels dans notre économie et entraîner mécaniquement une inflation grandissante, qui se matérialise déjà sur ce début d'année.



Soucrce : https://tradingeconomics.com au 15/03/2022

En effet, les chiffres d'inflation[4] continuent de surprendre à la hausse, notamment en zone euro, où les prix à la consommation ont augmenté au mois de février de 5,9% sur un an. De l'autre côté de l'Atlantique, l'inflation américaine a atteint 7,9% en février, en ligne avec les attentes de marchés.

Ce contexte complexifie l'exercice des différentes banques centrales. Pour le moment, la Banque Centrale Européenne (BCE) n'a pas renoncé à son intention de réduire progressivement ses rachats d'actifs. Elle a d'ailleurs surpris le marché avec une communication moins accommodante que prévue la semaine dernière.

---

[3] *La volatilité correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.*

[4] *L'inflation est la perte du pouvoir d'achat de la monnaie qui se traduit par une augmentation générale et durable des prix.*

Notre stratégie d'allocation

Compte tenu du contexte actuel, et suite à l'augmentation marquée de la volatilité[5] sur les dernières semaines, nos équipes de gestion conservent une approche prudente. Il convient de noter que nos expositions à la Russie et l'Ukraine étaient relativement faibles sur nos fonds ouverts et majoritairement investies via des positions indirectes.

D'un point de vue de l'allocation, nous restons proches de la neutralité sur les actions avec une préférence pour les économies développées hors Europe. En tant qu'investisseur de long terme, il nous semble difficile de nous repositionner sans véritable catalyseur sur le marché. Néanmoins, cette crise fait ressortir des thématiques d'investissement pertinentes. Comme déjà mentionné, ces tensions géopolitiques impliquent des changements structurels sur notre économie ainsi que des pressions inflationnistes persistantes. Ainsi, la thématique d'inflation a été renforcée dans nos portefeuilles pour jouer sur la hausse des anticipations déjà palpable sur les marchés. En parallèle, l'indépendance énergétique et la transition écologique apparaissent plus que jamais nécessaires. Ce contexte renforce notre engagement dans le financement d'une énergie durable et consolide nos convictions sur le secteur.

Sur les taux souverains, nous conservons un biais légèrement négatif en duration[6] compte tenu des fortes pressions inflationnistes et afin de nous protéger contre les potentielles hausses de taux. Bien que l'exercice continue de se complexifier, nous pensons que les banques centrales vont devoir adresser ces pressions inflationnistes par le biais de hausses des taux d'intérêts. Sur le mois, l'exposition sur les anticipations d'inflation en zone euro a été renforcée.

Sur le crédit, nous conservons notre vue positive sur le High Yield[7]. Ce positionnement nous a pénalisés depuis le début de l'année, les primes de risque (supplément de rendement exigé par un investisseur afin de compenser un niveau de risque donné) s'étant écartées depuis le début du conflit. Néanmoins, nous adoptons une position constructive sur la classe d'actifs, considérant attractifs les niveaux de rendement par rapport au risque intrinsèque. Les équipes de gestion ont toutefois profité des derniers mouvements de marché pour ajuster légèrement le portefeuille en privilégiant la qualité au sein du segment High Yield[7].

Sur les actions, nos stratégies sont légèrement sous-exposées à la consommation des ménages, positionnement qui nous semble pertinent de conserver. En effet, et bien que les excédents d'épargne puissent être consommés dans les trimestres à venir, nous considérons que la hausse des matières premières pourrait impacter le pouvoir d'achat. En parallèle, nos équipes de gestion ont profité de la forte période de volatilité pour rééquilibrer les portefeuilles et renforcer le style « croissance ». En effet, la situation actuelle a permis de nous replacer sur des valeurs de qualité et de croissance dont les valorisations nous paraissent plus attractives qu'en début d'année.

---

[5] *La volatilité correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier.*

[6] *La duration d'une obligation permet de vérifier sa sensibilité aux variations des taux d'intérêt. Plus cette duration est longue, plus l'obligation sera exposée à une hausse des taux d'intérêt et plus le prix de l'obligation sera impacté.*

[7] *Les obligations « High Yield », ont une note de crédit (de BB+ à D selon Standard & Poor's et Fitch) plus faible que les obligations « Investment Grade » (notées de AAA à BBB- selon Standard & Poor's et Fitch) en raison de la santé financière plus fragile de leurs émetteurs selon les analyses des agences de notation. Elles sont donc considérées comme plus risquées par les agences de notation et offrent en contrepartie des rendements plus élevés*

FOCUS AVIVA INVESTORS FRANCE
Macro et Allocation
Mars 2022

CONTACTS PRESSE

Marion Duchêne – SHAN
marion.duchene@shan.fr
+33 (0)6 46 47 09 79

Claire Hilbert – SHAN
Claire.hilbert@shan.fr
+33 (0) 6 15 80 91 30

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document à caractère publicitaire est établi par Abeille Asset Management, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est situé au 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229. Le 22 novembre 2021, Aviva Investors France change de nom et devient Abeille Asset Management. Ce changement de dénomination sociale s'inscrit dans le cadre de l'intégration des entités du groupe Aviva à Aéma Groupe à la suite de la cession des activités françaises du groupe Aviva Plc à Aéma Groupe en date du 30 septembre 2021. Abeille Asset Management n'appartenant plus au groupe Aviva plc, elle ne saurait être tenue responsable des publications effectuées par Aviva Plc et ses filiales sur le territoire français.

Ce document contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Abeille Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie.
Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Abeille Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.

Ce document ne donne aucune assurance de l'adéquation des produits ou services présentés et gérés par Abeille Asset Management à la situation financière, au profil de risque, à l'expérience ou aux objectifs de l'investisseur et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter les produits financiers mentionnés. Abeille Asset Management décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments y figurant. Avant d'investir dans un OPC, il est fortement conseillé à tout investisseur, de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations fournies dans ce document, à l'analyse de sa situation personnelle ainsi qu'à l'analyse des avantages et des risques afin de déterminer le montant qu'il est raisonnable d'investir.
FA22/0055/22092022