

AVIVA INVESTORS FRANCE

# Lettre mensuelle Marchés et allocation

---

Juin 2022



# Les marchés en juin

**Les marchés ont vécu un mois de juin très difficile en raison des craintes suscitées par le durcissement des politiques monétaires et leur impact sur la croissance.** Confrontées à l'envolée des prix à la consommation qui érode le pouvoir d'achat des ménages, les banques centrales ont confirmé leur volonté d'intervenir aussi vigoureusement que possible. La Réserve fédérale américaine (Fed) a ainsi relevé, pour la troisième fois de l'année, ses principaux taux directeurs. Les dernières statistiques économiques ne prêtent guère à l'optimisme. Aux Etats-Unis, les dépenses des ménages ont reculé en mai pour la première fois de l'année tandis que la confiance des consommateurs a atteint en juin un plus bas historique. Résultat, l'indice américain S&P500 accuse son plus mauvais premier semestre depuis 50 ans. Les marchés européens s'affichent également nettement dans le rouge.

Sur le marché obligataire, l'agressivité des Banques centrales a provoqué, lors de la première quinzaine de juin, une remontée globale des rendements des dettes souveraines. Le taux 10 ans américain a ainsi testé mi-juin le seuil de 3,5%, soit son plus haut niveau depuis début 2011. La tension a été plus forte encore sur les dettes des États les plus endettés, Italie en tête. Face au risque de « fragmentation »<sup>1</sup> des marchés obligataires de la zone euro, la banque centrale européenne (BCE) a été contrainte de promettre en urgence la mise en place de nouveaux outils de soutien pour interrompre l'écartement des spreads<sup>2</sup> souverains en zone euro. Dans cet environnement aussi incertain que volatil<sup>3</sup>, le marché des obligations d'entreprises a également creusé ses pertes.

## Performances à fin juin 2022

Actions (dividendes nets réinvestis)	Juin	2022*
CAC40	-9.55%	-15.54%
Euro Stoxx	-10.57%	-18.55%
S&P 500 en dollars	-8.87%	-20.15%
MSCI AC World en dollars	-8.89%	-20.18%

Taux	Juin	2022*
Jpm Emu Government All Mat.	-2.44%	-11.95%
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corp	-3.81%	-11.88%
Bloomberg Barclays Pan European High Yield en euro	-6.82%	-14.34%

Source : Aviva Investors France, Refinitiv, Bloomberg au 30/06/2022, indices actions dividendes nets réinvestis en devises locales, indices obligataires coupons réinvestis.

\*Performances du 31/12/2021 au 30/06/2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



## Marchés actions

En juin, **Wall Street est officiellement rentré en « bear market »**, une phase caractérisée par une chute d'au moins 20% par rapport au niveau le plus haut qui le précède. Les actions américaines n'ont pas résisté au durcissement de la politique monétaire de la Fed couplé au ralentissement de la croissance économique. Les investisseurs ont très mal réagi à l'annonce d'une nouvelle accélération de l'inflation US au mois de mai (+8,6% après +8,3% en avril, selon le Département du Travail). La crainte d'une remontée brutale des taux d'intérêt de la Fed pour endiguer cette flambée des prix a alimenté le vif mouvement d'aversion au risque. Au final, le S&P500 accuse son plus mauvais semestre depuis 50 ans et le Nasdaq, le pire de son histoire.

**Les marchés actions européens ont été emportés par la chute de Wall Street.** Comme aux Etats-Unis, les craintes de stagflation ont pesé sur les actions. La présidente de la BCE, Christine Lagarde, s'est faite plus explicite en évoquant un nouveau cycle monétaire. Elle a annoncé une hausse de 25 points de base de ses taux directeurs en juillet et une prochaine hausse,

<sup>1</sup> Forte divergence entre les taux des pays de la zone euro.

<sup>2</sup> Le "spread" est la différence de taux d'intérêt d'une obligation souveraine avec celui d'une obligation de référence de même durée, considérée comme la moins risquée (l'emprunt d'Etat de référence allemand).

<sup>3</sup> 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.

probablement de 50 points de base, en septembre. Comme à Wall Street, le secteur technologique a particulièrement souffert de la remontée des taux longs.

**La Bourse de Tokyo a reculé** dans le sillage des places occidentales. Pour autant, les actions japonaises ont surperformé grâce à la faiblesse du yen, qui soutient les entreprises exportatrices, et à la réouverture de l'économie chinoise.

**Les marchés émergents n'ont pas résisté à la poussée de l'aversion pour le risque.** Les actions chinoises ont cependant surperformé dans la perspective d'un rebond de l'économie chinoise suscité par les déconfinements à Shanghaï et la promesse de mesures énergétiques de relance par Pékin.



## Marchés obligataires<sup>4</sup>

Les marchés obligataires ont vécu un mois de juin agité. **Durant la première quinzaine, les rendements ont nettement progressé dans la perspective d'une accélération du resserrement monétaire des principales Banques centrales.** Face au regain d'inflation au mois de mai, la Fed a relevé ses principaux taux directeurs de 75 points de base pour les établir entre 1,5% et 1,75%, contre une fourchette de 0% à 0,5% début mars. La Banque centrale n'avait pas pratiqué un relèvement aussi rapide depuis plus de 30 ans. Jerome Powell, le président de la Fed, a en outre réaffirmé sa volonté d'agir contre l'inflation, préparant ainsi le marché à de nouvelles hausses des taux au cours des prochains mois. Ainsi, le rendement du Bon du Trésor américain à 10 ans a grimpé de près de 65 points de base en une quinzaine de jours pour atteindre le 14 juin 3,501%, un pic de plus de 11 ans. Ce dernier termine le mois un peu plus bas, juste au-dessus du seuil de 3%.

La tendance a été similaire pour les emprunts jugés les plus sûrs de la zone euro. A la détermination de la Fed s'est ajoutée la clarification de la BCE. Christine Lagarde a annoncé une hausse des taux de 25 points de base en juillet, la première depuis 11 ans, et a préparé les marchés à d'autres relèvements. Le rendement du Bund allemand à 10 ans est passé en un mois de 1,12% à 1,33%. Le rendement de l'OAT française bondit de près de 30 points de base à 1,91% après avoir testé la barre de 2,5%, des niveaux inédits depuis 2014. Le choc a été plus violent pour les dettes des pays de la zone euro dits « périphériques » et notamment pour l'Italie, très endettée. Le rendement de sa dette souveraine à 10 ans a bondi de plus de 100 points de base en quinze jours pour atteindre 4,16% mi-juin. Cette flambée a entraîné un net élargissement de l'écart de rendements entre l'Italie et l'Allemagne, poussant la BCE à organiser une réunion d'urgence. L'institution a promis de mettre en œuvre de nouveaux outils pour permettre à l'Italie de se financer et éviter ainsi la « fragmentation » de la dette de la zone euro. L'intervention a porté ses fruits puisque le rendement italien s'est ensuite détendu à 3,25% en fin de mois.

**Le marché des obligations d'entreprise a subi de plein fouet la hausse des taux longs et les craintes de récession,** les obligations considérées comme de bonne qualité (Investment grade<sup>5</sup>), comme celles à haut rendement (high yield), plus risquées, ont souffert.

## Le scénario économique

**Les Banques Centrales confirment leur détermination à faire baisser l'inflation malgré le ralentissement de l'activité.**

Le mois de juin a été marqué par la poursuite de la décélération de l'activité aux Etats-Unis comme en zone euro. Même aux Etats-Unis, l'inflation, bien que davantage nourrie par le dynamisme de l'économie, commence à se faire sentir sur la consommation des ménages et peser sur la demande. Mais les Banques centrales demeurent déterminées à ne pas renoncer à leur cycle de resserrement monétaire. En effet, leurs communications récentes montrent qu'elles ont conscience qu'il en va de leur crédibilité à maintenir stables les prix, patiemment construite au cours des dernières décennies.

**En zone euro, les enquêtes de conjoncture de juin auprès des entreprises signalent un nouveau ralentissement de l'activité bien que toujours dans la zone d'expansion économique** (51,9 après 54,8 en mai pour les PMI composite<sup>6</sup>), tandis que la confiance des ménages demeure sur des niveaux nettement récessifs. Nous attendons donc au total une activité proche

<sup>4</sup> Source Bloomberg, données au 30.06.2022

<sup>5</sup> Les obligations spéculatives à « Haut rendement », 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.

<sup>6</sup> L'Indice des Directeurs d'Achat (PMI) évalue le niveau relatif des conditions des entreprises à partir d'un sondage effectué auprès de directeurs d'achat. Un résultat au-dessus de 50 indique une expansion, et en-dessous une contraction.

de la stagnation au deuxième trimestre, après un premier trimestre en trompe l'œil masquant une demande interne déprimée. La seule bonne nouvelle est que les anticipations d'inflation des ménages pour les prochains mois semblent avoir atteint un pic.

L'inflation de juin en zone euro s'est élevée à 8,6% (après 8,1% en mai). L'inflation sous-jacente atteint 3,7% (après 3,8% en mai). Nous prévoyons toujours qu'elle devrait se maintenir au-dessus de 8% jusqu'à l'automne. En effet, la pression sur les prix de l'énergie devrait notamment continuer à être forte en raison de l'embargo européen sur le pétrole russe et de la diminution des livraisons russes de gaz. La diffusion aux autres composantes commence également à apparaître.

**Aux Etats-Unis, les signaux s'accumulent sur le ralentissement de l'activité économique.** La révision des comptes nationaux pour le premier trimestre de l'année indique que l'inflation mord plus tôt qu'attendu sur le dynamisme de la consommation des ménages qui ralentit nettement. Par ailleurs, les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises chutent sensiblement et la confiance des ménages du Conference Board<sup>7</sup>, la plus corrélée à la consommation américaine, tangente la zone récessive. Si la croissance du deuxième trimestre devrait être positive, ces indicateurs avancés constituent une perspective dégradée pour le début du second semestre.

**L'inflation américaine a surpris à la hausse en mai à 8,6% sur un an** (après 8,3%) essentiellement du fait des prix de l'énergie bien que l'inflation sous-jacente décélère lentement à 6% après 6,2% en avril. Dans ce contexte, la Fed a annoncé qu'elle allait relever les taux directeurs de 75 points de base en juillet (de 1% à 1.75%), au lieu de 50 points de base comme anticipé précédemment et qu'elle continuera d'une manière soutenue tant que l'inflation n'aura pas baissé pendant plusieurs mois consécutifs. Cela veut dire que les taux directeurs pourraient atteindre au moins 3,5% en fin d'année et que les risques sur la croissance en 2023 sont de plus en plus prononcés.

Côté zone euro, la BCE a annoncé la fin des achats nets d'actifs au 1er juillet avec un réinvestissement complet des titres arrivant à échéance, une hausse de 25 points de base en juillet, et une nouvelle hausse en septembre (qui pourrait être de 50 points de base). La donnée macroéconomique clé à surveiller est l'inflation anticipée par la BCE pour 2024, actuellement à 2,1% : tant qu'elle ne repassera en dessous de la cible de 2%, les hausses de taux devraient se poursuivre. Enfin, l'écartement des « spreads »<sup>8</sup> souverains/périphériques a contraint la BCE à annoncer dans le cadre d'une réunion d'urgence le déploiement de la flexibilité sur les réinvestissements de son programme d'achat d'urgence (PEPPP) à partir de juillet et à mandater ses équipes pour étudier un plan dédié pour éviter une trop forte divergence entre les taux des pays de la zone euro (dit « anti-fragmentation »), sur lequel on manque encore de détails.

De façon générale, l'inflation est la priorité numéro 1 de la plupart des grandes Banques centrales. Au moins pendant l'été, les hausses des taux devraient être très peu dépendantes des données macroéconomiques. La Banque Nationale Suisse a relevé par surprise ses taux directeurs de -0.75% à -0.25%, la Banque d'Angleterre a voté une hausse des taux de référence de 1% à 1,25%, la Banque Centrale de Norvège a relevé ses taux de 0,75% à 1,25%, et la Banque Centrale suédoise de 0,25% à 0,75%. Il ne reste plus que la Banque centrale japonaise qui maintient les taux à zéro et continue à acheter des obligations, en espérant pouvoir importer de l'inflation par le biais de la faiblesse du yen.

## La politique d'allocation au sein de nos fonds multi-actifs

Au sein des portefeuilles multi-actifs gérés activement qui se comparent a posteriori à des indicateurs de référence, **nous continuons de rester prudents en raison du contexte inflationniste et du resserrement des politiques monétaires des banques centrales.**

L'enlisement du conflit en Ukraine et les sanctions occidentales contre la Russie continuent d'exercer des pressions inflationnistes fortes à l'image de l'envolée des cours des matières premières. A ces craintes s'ajoute la remontée des taux d'intérêt liée à la perspective d'une accélération du resserrement monétaire des principales Banques centrales. La lutte contre l'inflation est la priorité numéro un des principales Banques centrales. La Fed devrait porter ses taux directeurs au moins à 3,5% début 2023.

<sup>7</sup> Le Conference Board est une association de recherche économique de dimension mondiale basée à New York. Elle publie notamment l'indice de confiance des ménages américains.

<sup>8</sup> Le "spread" est la différence de taux d'intérêt d'une obligation souveraine avec celui d'une obligation de référence de même durée, considérée comme la moins risquée (l'emprunt d'Etat de référence allemand).

En zone euro, la BCE a été transparente sur l'orientation de la politique monétaire cet été, en confirmant le début d'un cycle monétaire qui démarrera avec une première hausse des taux directeurs de 25 points de base en juillet et une autre probable de 50 points de base en septembre.

**Notre vision stratégique reste prudente.** Nous pensons que le resserrement monétaire va continuer d'affaiblir la croissance aux Etats-Unis. La poursuite du retournement économique, des conditions financières moins accommodantes et les pressions inflationnistes dessinent un contexte économique incertain et restent peu favorables à une stratégie directionnelle marquée sur les actifs risqués. **Nous préférons prendre des positions d'arbitrage entre zone géographiques, secteurs ou thématiques.**

**Sur les actions, nous restons proches de la neutralité, avec quelques positions longues tactiques sur les actions internationales, notamment au Japon.**

Nous avons maintenu une position d'arbitrage entre les petites et les grandes capitalisations américaines. Après un premier semestre très difficile pour elles, nous continuons de penser que les petites et moyennes capitalisations affichent une décote excessive compte tenu de la résistance de la consommation aux Etats-Unis ainsi qu'un biais domestique recherché en période de tensions internationales.

En Europe, nous avons maintenu une position d'arbitrage résiduelle en faveur du secteur de l'énergie par rapport à l'ensemble des actions européennes pour profiter de la hausse des matières premières. Nous avons conservé une position qui favorise les actions chinoises par rapport aux actions européennes pour s'exposer à la réouverture post confinement de Shanghaï couplée aux mesures de relance. Nous restons convaincus que Pékin est déterminé à soutenir une croissance affaiblie par la résurgence du Covid.

Enfin, nous avons conservé une position tactique au marché japonais. Nous décelons de la valeur grâce à l'exposition des entreprises exportatrices à la dépréciation du yen mais aussi grâce à la capacité des entreprises domestiques à profiter de la réouverture de l'économie alors que le pays peut compter sur un excès d'épargne bien supérieur à celui de l'Europe ou des Etats-Unis.

**Sur les taux souverains européens, nous avons conservé notre opinion légèrement négative en termes de duration<sup>9</sup>, en particulier en zone euro.** Si nous pensons que la plus grande partie de la hausse des taux longs est derrière nous, la pression haussière sur les taux pourrait continuer, dans un contexte inflationniste.

**Nous avons légèrement réduit notre position sur les points morts d'inflation,** non pas que la thématique soit dépassée, mais l'inflation atteint un tel niveau que les Banques centrales pourraient mener une normalisation de plus grande ampleur sur les taux longs susceptible de ralentir fortement l'inflation.

Nous avons conservé notre position sur la courbe des taux en Europe estimant que les prochaines hausses des taux de la BCE devraient créer plus de tensions sur les obligations à maturité plus courtes. Cette position pourrait profiter également d'une inflation qui devrait rester très élevée pendant l'été en Europe, et donc alimenter les arguments des « faucons » pour une normalisation de la politique monétaire plus agressive (moins graduelle).

Nous avons conservé une position acheteuse sur les obligations chinoises.

Enfin, nous avons initié une position de légère sous-pondération sur les obligations japonaises. La Banque du Japon est l'une des dernières Banques centrales à maintenir une politique accommodante. Mais la pression sur le yen pourrait conduire la Banque du Japon à devenir moins accommodante dans les mois à venir, raison pour laquelle nous avons choisi de nous positionner dès maintenant.

**En ce qui concerne les obligations d'entreprises, nous conservons notre vision positive sur les obligations d'entreprises à « Haut rendement »<sup>10</sup> en Europe.** Si leur performance reste dans le rouge depuis le début de l'année, nous pensons que le portage sur ce segment est intéressant comparé aux autres actifs financiers.

*Achévé de rédiger le 4 juillet 2022. Données chiffrées au 30/06/2022*

<sup>9</sup> La duration correspond à la durée de vie moyenne pondérée d'une obligation ou d'un portefeuille d'obligations exprimée en années.

<sup>10</sup> Les obligations spéculatives à « Haut rendement », 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.

## Contacts presse

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

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

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Cette communication publicitaire est établie 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.

Cette communication publicitaire 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.

Cette communication publicitaire 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 cette communication publicitaire, 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.

FA22/0156/05012023