AVIVA INVESTORS FRANCE

Panorama Macro et Allocation

Juin 2022

En Bref

- **La crise énergétique provoquée par la guerre en Ukraine s'est installée dans un contexte déjà inflationniste.** Cette dynamique de hausse des prix a tout d'abord été alimentée par une reprise inédite lors de la réouverture post-Covid, qui a créé un fort déséquilibre entre une offre contrainte (par les fermetures et les problèmes de livraison) et une demande extraordinaire (poussée par les aides des Etats).
- Après avoir disparu pendant des années, l'inflation est aujourd'hui plus que jamais l'inquiétude principale des épargnants qui voient leur pourvoir d'achat s'éroder. La balance des risques sur l'inflation reste orientée à la hausse en 2022 et **les Banques Centrales sont pressées d'agir, pour éviter que cette inflation s'installe dans la durée**.
- Ainsi, le durcissement monétaire global contribuera à affaiblir une croissance déjà ralentie par les conséquences de la guerre en Ukraine et les confinements en Chine.
- **Les marchés boursiers s'inquiètent d'une récession** qui nous parait toutefois peu probable dans l'immédiat. Mais, nous partageons l'idée que les risques d'un atterrissage difficile sont plus forts pour 2023.
- **Inflation élevée, ralentissement économique et resserrement des conditions de financement dessinent un contexte économique incertain** rendant les marchés financiers très volatiles. Peu de classes d'actifs peuvent potentiellement apporter des rendements satisfaisants au regard des risques mentionnés. Dans ce contexte, nous préférons la prudence. A l'inverse, nous identifions des zones d'opportunités en tirant profit des différences de sensibilité des secteurs et zones géographiques vis-à-vis du cycle actuel.
- **La crise énergétique génère également des opportunités stratégiques** : face à l'urgence de sécuriser sa propre autonomie, l'Europe devra agir pour accélérer la transition énergétique.

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE 2

En Zone Euro, la croissance est dégradée par de multiples chocs 2

Les Etats-Unis : une économie en phase de retournement de cycle 5

Inflation : les pressions sur les prix persistent 6

L'inflation est la priorité numéro 1 des Banques centrales 8

LES RISQUES 10

LES MARCHÉS ET L'ALLOCATION 12

AVIVA INVESTORS FRANCE

Panorama Macro et Allocation

Juin 2022

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

En mars dernier, nous avions évoqué les conséquences durables de la guerre en Ukraine, dont la transmission principale passe par les matières premières et la crise énergétique. Depuis, l'inflation n'a cessé de surprendre à la hausse et les Banques Centrales ont dû y faire face avec une réaction plus forte et plus rapide que prévu il y a seulement trois mois. Aux craintes d'une inflation élevée durable s'ajoutent ces dernières semaines les craintes d'un ralentissement économique prononcé.

La stagflation[1] préoccupe les marchés, alors que les risques haussiers sur l'inflation (et baissiers sur la croissance) devraient rester selon nous les thèmes dominants, même si en approchant de la fin de l'année les inquiétudes sur la croissance pourraient surpasser celles sur l'inflation. **En parallèle, la crise ukrainienne et la politique de zéro covid en Chine peuvent continuer à alimenter les problèmes des chaines d'approvisionnement**, en retardant la normalisation qui venait juste de s'amorcer en début d'année.

Si la plupart des indicateurs conjoncturels ne signalent pas de récession imminente, les chocs se multiplient et conduisent à ralentir l'activité économique. La guerre, le durcissement monétaire global et la politique zéro-Covid en Chine ont déjà eu un impact conséquent sur l'activité économique mondiale. Même sans récession, la croissance sera bien affaiblie et d'après nos prévisions, qui se situent dans la fourchette basse du consensus, elle dépassera difficilement la croissance potentielle en 2023, en Zone Euro comme aux Etats-Unis.

La pandémie a été l'occasion de lancer un vaste train de mesures de relance financé en Europe par le plan Next Gen EU. L'urgence est apparue d'accélérer l'indépendance énergétique vis-à-vis de la Russie et de faire face au changement climatique ; c'est une occasion pour accélérer la **transition énergétique** et aboutir à plus **d'intégration** et d'**autonomie stratégique européenne**.

A ce titre, **RePowerEU**, le programme présenté par la Commission Européenne en mai dernier, qui vise à rendre l'Europe indépendante des combustibles fossiles n'est qu'un point de départ. Au même titre, le renforcement des capacités industrielles et technologiques de défense peut vouloir dire plus d'infrastructures et de projets communs au sein de l'Union Européenne, bien sûr à long terme.

Tout cela représente un environnement difficile pour les marchés financiers, avec peu de classes d'actifs qui peuvent potentiellement générer des rendements satisfaisants, c'est pourquoi à court terme nous préférons la prudence à la prise de risque. Les opportunités d'investissements sont à chercher dans les thématiques de plus long terme (comme la transition énergétique) ou alors au sein des secteurs ou des zones géographiques.

En Zone Euro, la croissance est dégradée par de multiples chocs

En mars, nous avions souligné que les implications de la guerre seraient durables et les risques évoqués se sont matérialisés : la guerre continue, le durcissement des tensions et des sanctions se reflètent sur les prix des matières premières et entament la confiance des ménages.

Au même moment, d'autres problèmes sont survenus, comme les reconfinements à Shanghai. Par rapport à notre scénario d'avant-guerre, la croissance 2022 devrait être amputée d'environ 1,3 point par la hausse des prix de l'énergie, pour atteindre 2,7% (contre 3,9% en 2021) : le pétrole a augmenté de plus de 40$, dont plus de 20$ entre

[1] La stagflation est la situation d'une économie qui souffre simultanément d'une croissance économique faible ou nulle et d'une forte inflation.

février et mai, et le cours du gaz a augmenté de 50€/Mwh (il a doublé !), et les marchés à terme ne prévoient pas de forte décrue des prix de l'énergie d'ici fin 2022.

La croissance de l'activité pâtit également du moindre dynamisme du commerce international : d'une part, les tensions d'approvisionnement ne se sont pas normalisées autant qu'attendu post-Covid, au contraire les confinements successifs localisés de la Chine dans le cadre de sa stratégie zéro-Covid ont accru à nouveau les tensions ; d'autre part, le ralentissement de l'économie mondiale pèse sur la croissance du commerce international.

Au-delà de ces deux canaux principaux, la croissance a également pâti du Covid au premier trimestre, qui a pesé sur la consommation dans les services. Ces chocs négatifs sont en partie absorbés par les mesures de politique budgétaire qui demeureront un soutien important de l'activité cette année. Les Etats Européens ont en effet pour la plupart pris des mesures importantes de soutien aux ménages pour protéger le pouvoir d'achat contre la hausse des prix de l'énergie que nous évaluons de l'ordre de 1% du PIB. L'impulsion budgétaire[2], que nous prévoyions négative en zone euro en 2022 du fait de la sortie des dispositifs Covid, devrait finalement être relativement neutre sur la croissance.

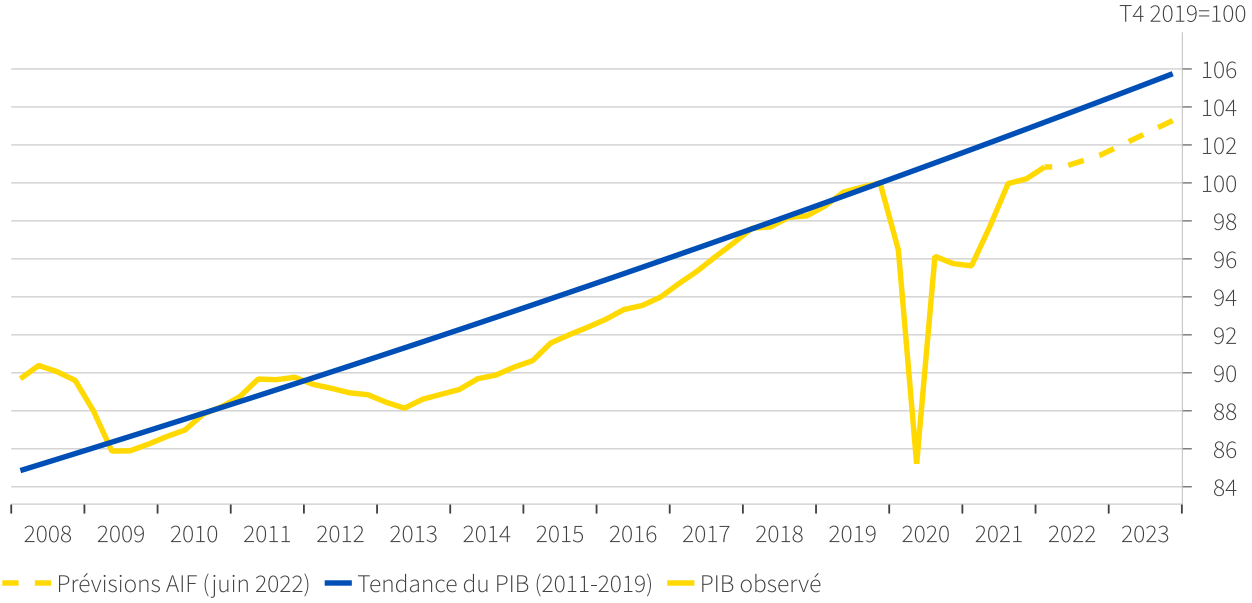
Au total, le rythme de croissance en zone euro devrait être proche de 2,7%, contre 3,9% fin 2021, soit en ligne avec le scenario dégradé évoqué en mars.

Ces nouvelles prévisions de croissance du PIB impliquent que la tendance d'activité pré-Covid n'est plus rattrapable : concrètement la crise Covid doublée du choc de la guerre se traduit par une baisse permanente de la richesse de la zone euro. Cette croissance, qui peut paraître élevée, est portée dans sa quasi-totalité par un acquis de croissance de 2,5% à l'issue du premier trimestre. Pour le deuxième trimestre, les premières données envoient des signaux contradictoires difficiles à lire : les enquêtes auprès des entreprises indiquent toujours une croissance positive tandis que la confiance des ménages est en territoire nettement récessif et les premières données de ventes au détail sous-tendent une croissance négative**. Dans ce contexte, nous prévoyons donc une croissance très modérée pour le reste de l'année et nous pensons que le seuil de la croissance potentielle sera difficile à dépasser en 2023.**

L'impulsion budgétaire devrait passer en territoire négatif en 2023, mais la prolongation de la suspension du Pacte de Stabilité et Croissance pour 2023 actée en mai devrait protéger l'économie européenne d'un ajustement trop récessif des finances publiques, et s'il le faut des mesures fiscales de soutien au pouvoir d'achat pourraient être prolongées. Comme disait Jean Monnet en 1916 « L'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises ». En l'occurrence, la nécessité de diversifier nos sources d'énergies et réduire la dépendance énergétique à la Russie représentent l'occasion d'accélérer les programmes sur **la transition énergétique**, qui est **un autre axe stratégique pour les marchés**.

[2] L'impulsion budgétaire mesure la variation du budget hors intérêt de la dette et effets de conjoncture.

L'activité de la zone euro ne devrait pas rattraper sa tendance pré-Covid



Sources : AIF, Macrobond (24 juin 2022)

A cet effet, le plan **RePower EU**, présenté en mai par la Commission européenne devrait permettre à l'Europe de mettre fin à sa dépendance à l'égard de l'énergie russe d'ici 2027, tout en accélérant la transformation énergétique. Le plan couvre quatre domaines principaux :

- l'efficacité énergétique et les économies d'énergie
- la diversification de l'approvisionnement énergétique
- l'accélération de la transition vers des énergies renouvelables
- l'investissement et la réforme

S'il est approuvé **la Commission européenne (CE) estime que la réalisation des objectifs de REPowerEU nécessite des investissements supplémentaires de 210 milliards d'euros d'ici 2027, mais cela permettrait d'économiser près de 100 milliards d'euros par an en réduction des coûts des énergies fossiles. La facilité pour la reprise et la résilience est au cœur de la mise en œuvre du plan.** La plupart du financement viendrait de la redistribution des prêts (non utilisés) et une autre partie prendrait la forme de subventions tirées de la vente de quotas du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (ETS). En plus, la Commission propose comme sources supplémentaires des transferts de fonds des différentes parties du NextGenEU (plan de cohésion, plan agricole, pour l'innovation etc.) vers le fonds pour la facilité pour la reprise et la résilience. Pour la bonne réussite du plan, il faut l'engagement individuel des pays mais également une coordination collective.

AVIVA INVESTORS FRANCE

Panorama Macro et Allocation

Juin 2022

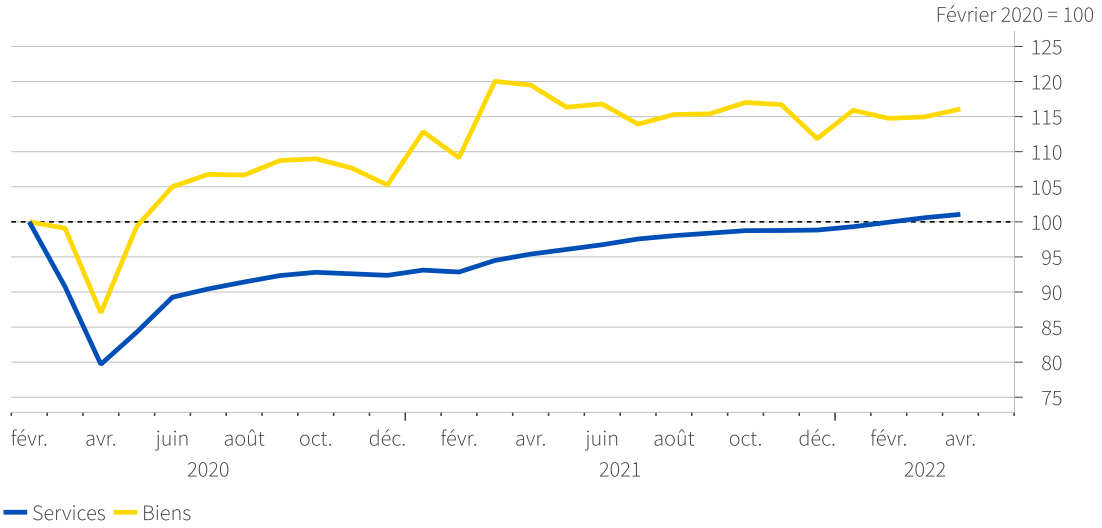
Les Etats-Unis : une économie en phase de retournement de cycle

L'économie américaine apparaît relativement immunisée contre les chocs subis par la zone euro depuis le début de l'année, en particulier ceux engendrés par la crise énergétique. La contraction de -1,5% en rythme annualisé du PIB américain au premier trimestre ne doit pas inquiéter sur la santé de l'économie américaine : les stocks et le commerce extérieur net expliquent cette contraction, pesant pour plus de 4 points sur la croissance.

Les indicateurs avancés indiquent tous une croissance robuste au deuxième trimestre. La consommation des ménages américains continue de croitre à belle allure, protégée par l'excès d'épargne (pour les plus favorisés) et les augmentations salariales (plus significatives pour les moins diplômés) nourries par un marché du travail qui reste sous tension. Nous prévoyons toutefois un ralentissement progressif de la demande intérieure américaine à mesure que l'inflation érodera le pouvoir d'achat des ménages et que le resserrement de la politique monétaire pour y faire face pèsera sur l'économie.

Sur le reste de l'année, le rééquilibrage entre la consommation des biens, qui a fortement rebondi post-Covid, et celle des services, qui peine à retrouver le point de départ de février 2020, devrait se poursuivre. Par ailleurs, on commence déjà à voir les premiers effets de la normalisation de la politique monétaire. Ainsi, dans le sillage de la nette remontée des taux des prêts immobiliers, les ventes de maisons sont sur une tendance baissière et les mises en chantier et les permis de construire semblent avoir passé leur pic. Le segment immobilier est en général un des premiers à réagir puisque les augmentations des taux longs se répercutent presque simultanément sur les taux de référence des prêts immobiliers. Mais le ralentissement est encore localisé et n'est pas généralisé à tous les segments. En considérant le temps de transmission habituel de la politique monétaire, le cycle de resserrement monétaire américain devrait atteindre son effet maximum l'an prochain, selon nous surtout à partir de la seconde moitié de 2023[3]. **Nous prévoyons une croissance américaine proche de celle de la Zone Euro pour 2022 puis un atterrissage en dessous de 2% en 2023, soit en dessous de l'ancre du potentiel.**

Consommation des ménages américains



Sources : AIF, Macrobond (24 juin 2022)

[3] D'après les variantes du modèle FRB/US, l'un des principaux modèles macroéconomiques utilisé par la Fed, une variation des taux directeurs atteint son effet maximum sur l'activité économique après 8 trimestres. A titre d'exemple, 300 pbs de hausse des taux directeurs pourraient retirer environ 1,2 point de PIB à cet horizon.

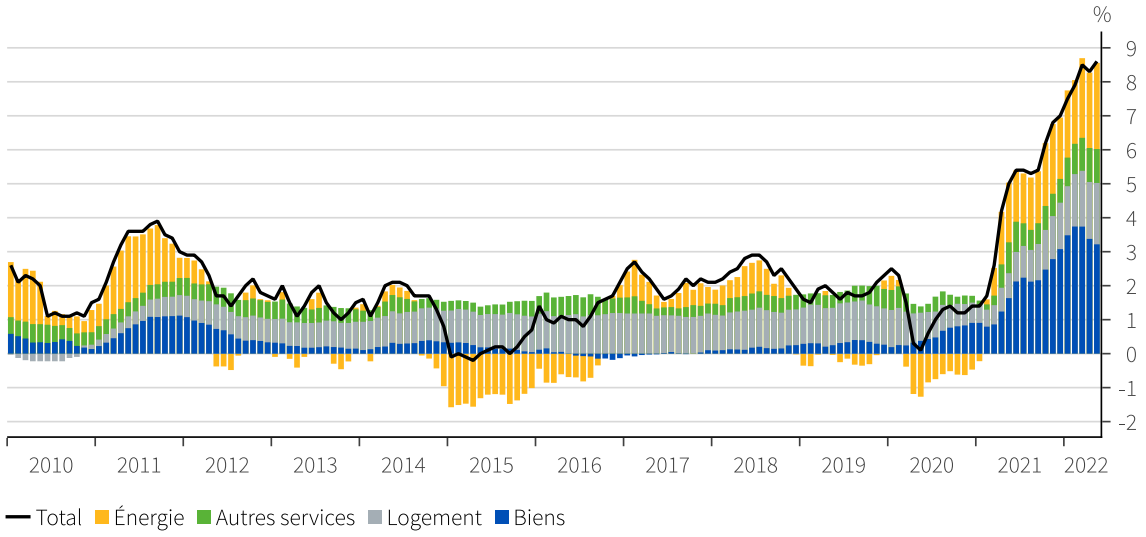
Si les Etats-Unis sont plus protégés que la Zone euro des conséquences de la guerre en Ukraine, grâce à leur plus grande indépendance énergétique, l'économie américaine n'est pas totalement immune face à l'impact du ralentissement chinois et notamment à la prolongation des problèmes sur les chaines d'approvisionnement que les confinements récents ont provoqués. Selon toute probabilité, la **Chine** ne réussira pas cette année à atteindre le seuil de 5,5% de croissance déclaré comme objectif par le gouvernement. La croissance pourrait même être inférieure à 5% et la reprise moins forte qu'après le premier choc Covid en 2020. En effet, le président Xi Jinping cherche l'équilibre entre la croissance, la politique zéro covid et la « prospérité commune » qui reste un objectif de long terme pour le Président. **La croissance mondiale paiera donc les retombées de la guerre en Ukraine, du ralentissement chinois et du durcissement monétaire, avec un rythme qui pourrait baisser autour de 3%.**

Inflation : les pressions sur les prix persistent

Le resserrement de la politique monétaire américaine intervient dans un contexte où l'inflation, à 8,6 % en mai et expliquée pour seulement un quart par l'énergie, **est loin d'être contrôlée**. L'inflation américaine devrait décroître graduellement du fait des effets de base sur l'énergie. Du côté de l'inflation sous-jacente, **les prix des biens ne décélèrent que lentement**, la baisse étant ralentie par les problèmes d'approvisionnement en Chine. Cette décrue devrait en plus buter sur la **persistance de l'inflation des services**, qui ne montre pas encore de signe de modération et qui sera soutenue par une demande élevée pendant l'été. Cette persistance devrait être nourrie par deux éléments clés : d'une part, il s'agit de la composante la plus sensible aux salaires, dynamisés par un marché du travail extrêmement tendu (avec 2 emplois ouverts pour chaque personne en recherche d'emploi), d'autre part, les prix de l'immobilier s'ajustent généralement avec retard dans le cycle[4].

La moyenne de l'inflation américaine devrait donc selon nous s'établir bien au-delà de 7% en 2022 et rester supérieure à 3% l'an prochain.

États-Unis: contributions à l'inflation totale



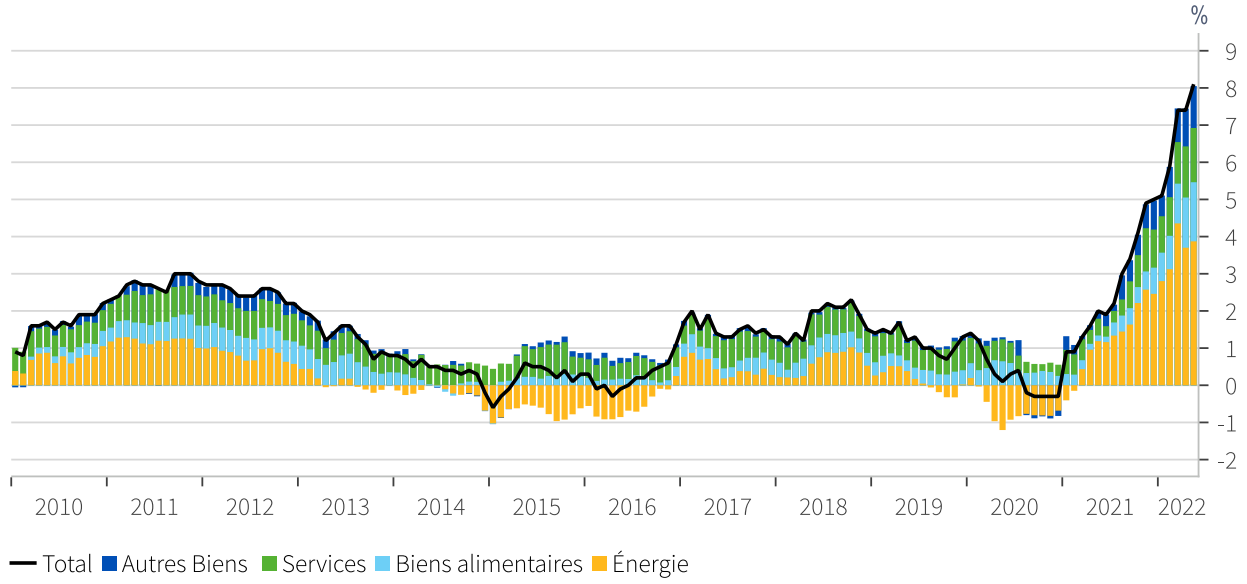
Sources : AIF, Macrobond (24 juin 2022)

[4] K. Lansing, L. Oliveira, A. Shapiro, « Will Rising Rents Push Up Future Inflation ? », FRB San Francisco, 14 February 2022.

En **zone euro,** la moitié de l'inflation est encore expliquée par l'énergie, et les prix des intrants, qui n'ont toujours pas atteint leur pic, poursuivent leur diffusion dans les prix à la consommation alimentaires et industriels. Si les hausses de prix du pétrole se répercutent sur les prix finaux assez rapidement, les études montrent que la transmission des hausses sur d'autres sources énergétiques comme le gaz peut durer plusieurs mois. Le même constat est fait dans le cas de la transmission des hausses des matières premières agricoles sur les prix finaux. Pour toutes ces raisons, **l'inflation,** à 8,1% en mai, **devrait ainsi rester au-dessus de 8% dans les prochains mois et pourrait même dépasser 9%, avec une inflation sous-jacente** (hors composantes volatiles) **qui aura une tendance haussière sur le reste de l'année**.

Même si l'inflation reste pour l'essentiel une inflation importée, et non pas une inflation alimentée par la demande interne comme aux Etats-Unis, ce qui inquiète la BCE notamment par la voix de son chef économiste P. Lane[5], ce sont les signaux faibles de désancrage des anticipations d'inflation, qui pourraient in fine initier une boucle prix-salaires. Cette boucle n'est pas présente actuellement : la forte accélération des salaires négociés en zone euro au premier trimestre à +2,8% est principalement liée à la distribution de primes Covid en Allemagne, et les nouveaux accords collectifs signés suggèrent en moyenne des augmentations salariales de 3%, tout à fait compatibles avec l'objectif de moyen terme d'inflation de 2% de la BCE. Toutefois, une inflation qui s'installe dans la durée peut se répercuter sur les prochaines négociations salariales et entraver la maitrise de l'inflation.

Zone Euro: contributions à l'inflation totale



Sources: Macrobond, AIF (24 juin 2022)

[5] P. Lane, « Inflation shocks and monetary policy », CEPR paris Symposium, 1 June 2022.

AVIVA INVESTORS FRANCE

Panorama Macro et Allocation

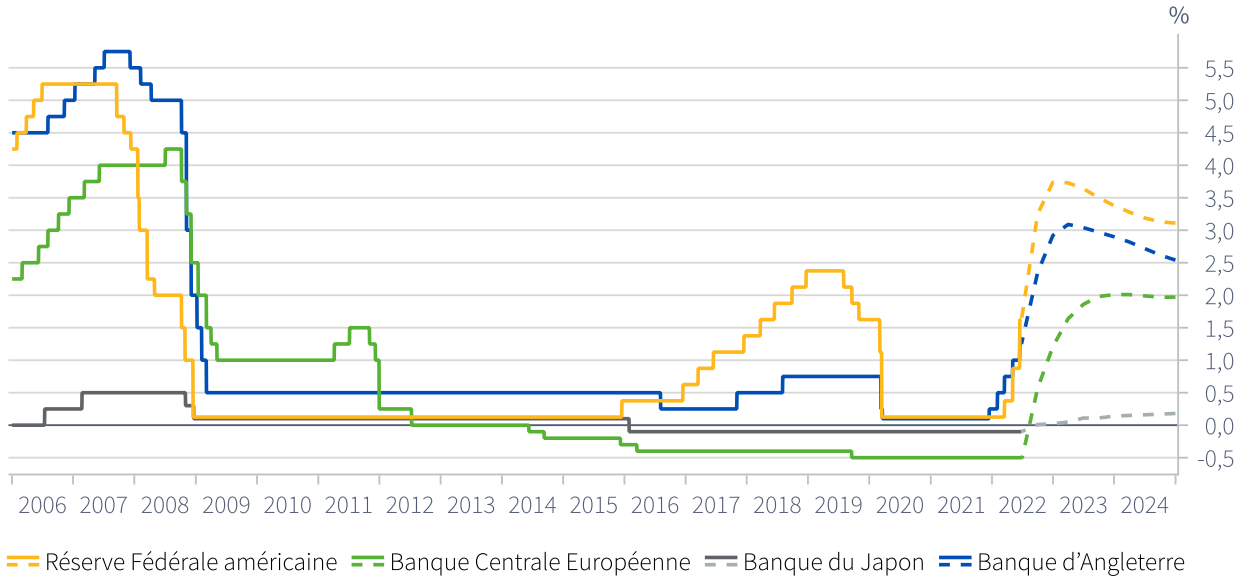
Juin 2022

L'inflation est la priorité numéro 1 des Banques centrales

La Réserve fédérale américaine (Fed) a augmenté ses taux directeurs de 150 pbs depuis mars dernier (de 0,25% à 1,75%) et en parallèle a entamé un rythme de diminution de son bilan de 47,5 milliards de dollars par mois à partir de juin et puis 95 milliards à partir de septembre. Suite aux mauvais chiffres d'inflation de mai, **la Fed a décidé d'augmenter ses taux de 75 pbs à la réunion de juin**, une surprise par rapport à l'orientation de politique monétaire qu'elle avait donnée jusque-là (hausse de 50 pbs). Une telle hausse n'est pas habituelle, la dernière date de 1994, année du krach obligataire. **Elle montre à la fois la détermination dans la lutte contre l'inflation mais aussi le retard de la Réserve Fédérale par rapport à son objectif.** En juillet, les taux devraient être encore relevés de 50 ou 75 pbs, et puis les hausses ne deviendront plus graduelles (25 pbs) qu'à la condition d'une baisse de l'inflation pendant plusieurs mois. Les marchés ont révisé à la hausse leurs anticipations sur les taux directeurs, avec une arrivée en territoire restrictif dès fin 2022. **Nous pensons qu'une remontée des taux directeurs *au moins* à 3,5% en fin d'année est nécessaire pour freiner l'économie américaine.** La Fed devra être flexible et l'ampleur totale du cycle de resserrement monétaire dépendra des données économiques, essentiellement l'inflation.

Dans ce contexte inflationniste, la BCE a durci le ton ces dernières semaines. Lors du comité de politique monétaire du 9 juin, Christine Lagarde a explicité qu'il ne s'agit pas seulement de normaliser les taux et les ramener en territoire positif, il s'agit bien d'un cycle de resserrement monétaire qui démarrera cet été *(« … **ce n'est pas seulement une étape ; c'est un voyage » C. Lagarde, 9 Juin 2022**)*. La fin des achats nets d'actifs a été annoncée comme attendu pour le 1er juillet et la BCE a clairement souhaité guider les anticipations de marché en annonçant d'ores et déjà une hausse de 25 pbs de ses taux directeurs pour le comité de juillet. La hausse en septembre sera probablement de 50 pbs, sauf modération soudaine de l'inflation de moyen terme. Elle s'engagera ensuite sur un chemin graduel de nouvelles hausses, mais qui seront plus sensibles aux données macroéconomiques à venir.

Banques Centrales: taux directeurs effectifs et anticipés par les marchés



Sources: AIF, Macrobond (24 juin 2022)

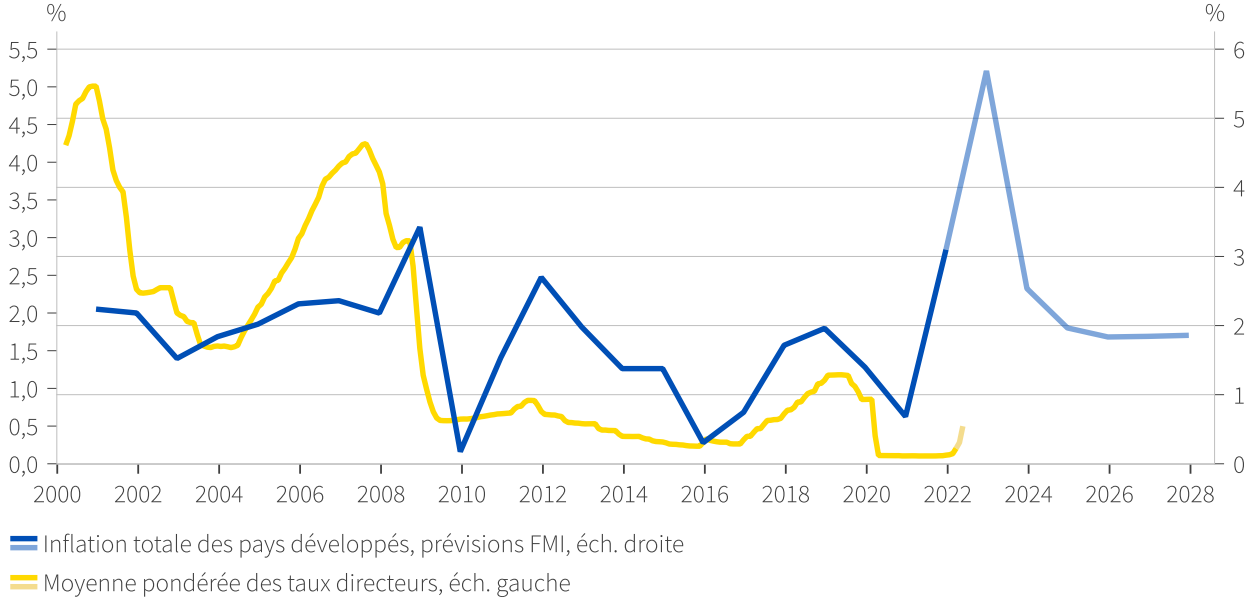
Parmi les variables les plus importantes pour l'orientation de politique monétaire, il faudra suivre les prévisions d'inflation à moyen terme, en l'occurrence pour 2024. La BCE anticipe pour la première fois de son histoire une inflation plus élevée que 2%, à 2,1% sur l'inflation totale et 2,3% pour l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentaires). **Tant que sa prévision à horizon 2 ans, ne repassera en dessous de la cible, les hausses de taux devraient se poursuivre**. Les marchés anticipent désormais un taux directeur proche à 2% pour fin 2023. Courant l'été nous ne voyons pas de catalyseurs particuliers qui pourraient faire évoluer ces anticipations.

En conclusion, **à l'échelle mondiale les Banques Centrales ont radicalement changé leur discours depuis 2021, et ont surpris les marchés en anticipant les hausses des taux.**

Les seules exceptions restent, à l'heure actuelle, la Banque du Japon et la Banque Centrale Chinoise. L'époque des taux à zéro et des rachats d'actifs s'est terminée beaucoup plus tôt que l'on pensait au moment de la pandémie, et la rapidité du changement a fortement impacté les performances des marchés obligataires. **Le ton ne changera pas tant que l'inflation ne s'adoucira pas.**

Certains facteurs inflationnistes (comme le prix des matières premières ou encore le choc d'offre dû aux problèmes sur les chaines d'approvisionnement) ne sont pas sous le contrôle des autorités monétaires, mais elles ne peuvent pas se permettre de perdre leur crédibilité construite au fil des années grâce notamment à l'introduction du ciblage d'inflation (« inflation targeting ») au début des années 90[6]. **Si les projections s'avèrent correctes, le ton pourrait changer vers début 2023,** quand les risques sur la croissance seront plus marqués et si l'inflation a baissé par rapport aux sommets actuels.

Taux directeurs et inflation dans les pays developpés



Sources: AIF, Macrobond (24 juin 2022)

[6] La banque centrale de Nouvelle Zélande fut la première à l'introduire en 1990.

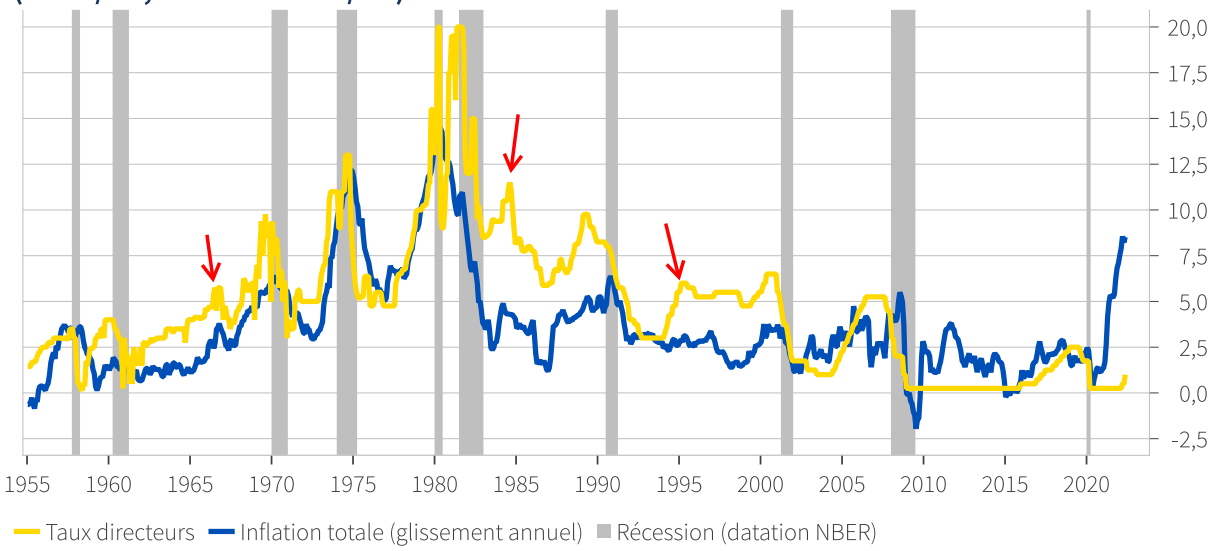
LES RISQUES

Même si notre scénario central ne prévoit pas de récession imminente, les risques récessifs entourent nos projections centrales et seront de plus en plus sous le radar des marchés. Nous pensons que les risques sont de nature différente en zone euro et aux Etats-Unis.

Aux Etats-Unis, le risque le plus important sur la croissance concerne l'effet du durcissement monétaire. En effet, il n'est pas à exclure, au regard de la réaction habituelle de l'inflation aux hausses de taux, que le cycle de resserrement de la politique monétaire anticipé actuellement par les marchés, ne soit pas suffisant pour diminuer significativement l'inflation vers la cible de la Banque centrale à horizon fin 2023[7] et que la Fed soit obligée de relever plus qu'anticiper les taux, en induisant un ralentissement plus marqué de l'économie. Il est difficile de distinguer le risque de récession et de celui d'une erreur de politique monétaire.

Il convient de rappeler que depuis les années 50 seulement en 3 occasions la récession a été évitée à la suite d'un cycle de resserrement monétaire de la Fed, et dans les 3 occasions le niveau d'inflation était plus bas et la Fed moins en retard sur les hausses des taux. A contrario, l'état de santé des bilans des entreprises et des ménages est meilleur que dans le passé et **aujourd'hui la plupart des indicateurs conjoncturels à disposition ne signalent pas de fort risque de récession dans les 12 mois. Toutefois en perspective ils auront tendance à se dégrader et les risques s'accumulent pour 2023.**

Seuls 3 épisodes de resserrement monétaire n'ont pas été suivis d'une récession (1964/65, 1984 et 1994/95)



Sources: AIF, MAcrobond (24 juin 2022)

[7] J. Gagnon, « Why US inflation surged in 2021 and what the Fed should do to control it », PIIE, 11 March 2022 ; A. Dombash, L. Summers (2022), « A labor market view on the risks of a U.S. hard landing », NBER WP 29910.

Au niveau des variables macroéconomiques, seule la confiance des ménages indique un risque imminent de récession supérieur à 50%. L'autre élément notable est la forte asymétrie des prix entre les classes d'actifs : le marché actions américain anticipe une probabilité de récession bien supérieure à 50% dans les 12 prochains mois alors qu'elle est de 4% pour le marché taux ou de 14% sur le crédit[8].

En zone euro, le risque réside dans les effets récessifs de l'embargo sur le pétrole russe ainsi qu'un possible embargo sur le gaz[9]. L'accord européen du 30 mai concernant l'embargo sur le pétrole russe à fin 2022 était d'ores et déjà en partie valorisé dans les cours autour d'une vingtaine de dollars. A court terme, le prix du pétrole devrait être également soutenu par la réouverture de la Chine. Si théoriquement des capacités de production existent, les marges de manœuvre sont plutôt à chercher en Amérique du Nord dans la production de pétrole non conventionnel, car il est peu probable que les pays de l'OPEP+ augmentent significativement leur offre étant donné que les capacités russes ne sont pas détruites.

A horizon de quelques trimestres, le ralentissement de la croissance mondiale devrait tout de même constituer un facteur baissier sur les prix de l'énergie. En ce qui concerne le gaz, l'objectif de réduction de deux tiers de la dépendance européenne au gaz russe d'ici la fin de l'année est peu réaliste par seule substitution de gaz naturel liquéfié tant celle-ci demande de nouvelles infrastructures[10]. C'est pourquoi un embargo sur le gaz, bien que peu probable dans les conditions actuelles, entraînerait des conséquences bien supérieures à celui sur le pétrole, d'un ordre de grandeur entre 1 et 3 points de PIB d'après le consensus des macroéconomistes européens[11].

Enfin, les deux zones pourraient être impactées par un **ralentissement plus important qu'attendu de la Chine**. En effet, la question du Covid en Chine ne sera fondamentalement pas réglée tant que le pouvoir ne permettra pas à la population d'accéder à des vaccins plus efficaces. Dans le cadre de nouveaux confinements, nos prévisions de croissance devraient également être revues à la baisse : chaque point de ralentissement du PIB en Chine réduit en moyenne de 0,1 point le PIB de la zone euro et le PIB américain[12].

[8] Pour estimer ces probabilités de récession, nous avons utilisé des modèles Probit, en utilisant comme variables explicatives le CAPE, la pente de la courbe et les spread haut rendement respectivement pour les actions, les taux et le crédit aux US.
[9] La Russie représente 30% des importations européennes de pétrole brut et 60% des importations de gaz.
[10] C. Grekou et al. (2022), « Guerre en Ukraine : bouleversements et défis énergétiques en Europe », CEPII Policy Brief 37.
[11] M. Feliciano, E. Ilzetzki, B. Zhu, « Effets of an embargo on Russian gas », Vox EU, 24 May 2022.
[12] « China's economic growth and rebalancing and the implications for the global and euro area economies », Economic Bulletin, Issue 7/2017.

AVIVA INVESTORS FRANCE

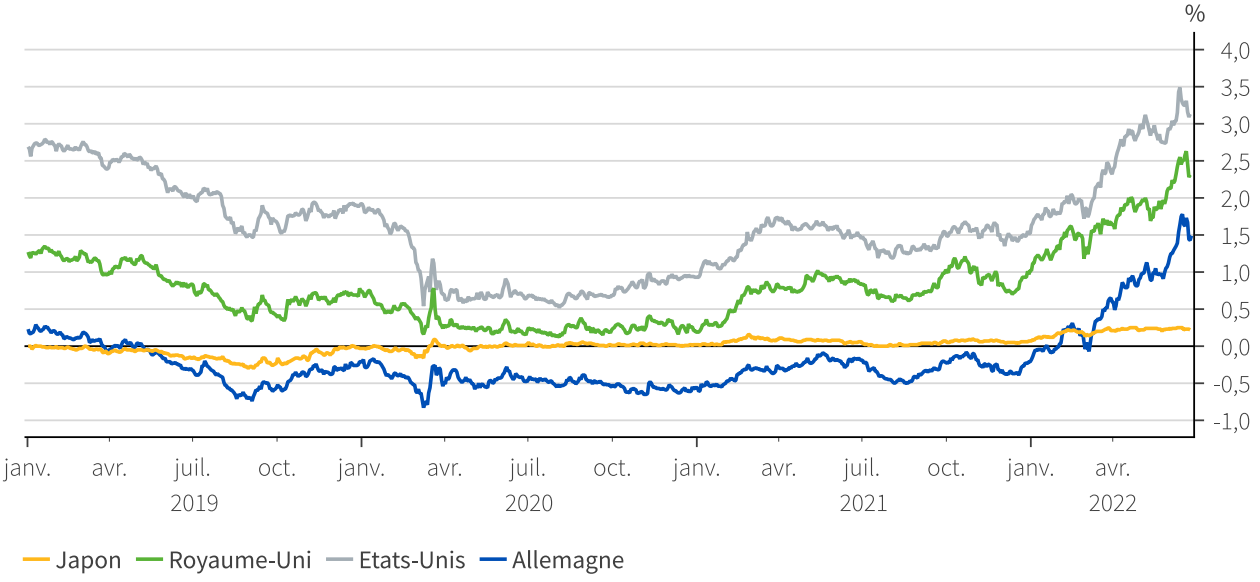
Panorama Macro et Allocation

Juin 2022

LES MARCHÉS ET L'ALLOCATION

Depuis le début 2022, l'inflation élevée, le ralentissement économique et le resserrement des conditions monétaires au niveau mondial sont les principales raisons des mauvaises performances de la plupart des actifs financiers y compris ceux qui sont normalement considérés comme « valeur refuge » ou peu risqués, typiquement les obligations souveraines.

Taux d'intérêt à 10 ans sur les obligations souveraines



Sources: AIF, Macrobond (24 juin 2022)

La guerre, l'ampleur et la rapidité de la normalisation sur les taux, combinées aux craintes d'une récession à venir, ont de plus en plus impacté les bourses. **En perspective, nous pensons que ces thématiques ont vocation à continuer de guider les marchés. Les fondamentaux économiques ne sont donc pas suffisamment bien orientés pour prendre du risque directionnel dans les portefeuilles.**

La saison des résultats qui démarrera en juillet sera un point à surveiller pour la seconde partie de l'année. Les entreprises les plus performantes seront celles qui pourront encore répercuter les hausses des coûts sur les prix finaux, et donc préserver leurs marges.

Si le recul des bourses depuis le début de l'année peut suggérer des valorisations attractives pour commencer à prendre des positions de moyen / long terme (horizon à plus d'un an), l'histoire nous apprend que les marchés peuvent encore baisser à court terme (surtout si les craintes de récession ne s'estompent pas) et pour cette raison **nous restons prudents dans nos allocations**.

En revanche, quelques facteurs techniques signalent un excès de pessimisme des investisseurs. De plus, la réouverture en cours en Chine et le fait que nous n'envisageons pas une récession immédiate pourraient être un soutien technique pour les marchés. **Plutôt que de nous exposer en directionnel, nous préférons donc prendre des positions d'arbitrage entre zone géographiques, secteurs ou thématiques.**

Nous surpondérons ainsi le marché chinois contre le reste des marchés développés ; cette position permet de s'exposer à la thématique de la réouverture post confinement de Shangaï couplée aux mesures de relance.

Le Japon représente également une zone géographique où les entreprises exportatrices devraient profiter de la faiblesse de la devise et celles plus domestiques profiter de la réouverture de l'économie alors que le pays profite d'un excès d'épargne bien supérieur à celui de l'Europe ou des Etats-Unis.

Concernant les secteurs, nous avons une exposition résiduelle à l'énergie qui devrait continuer de profiter d'un contexte inflationniste et de prix des matières premières élevés.

Pour finir, nous sommes positifs sur des thématiques plus transversales comme la transition énergétique et l'autonomie énergétique européenne.

En ce qui concerne le **marché obligataire**, en considérant les risques à la hausse sur l'inflation, et des Banques centrales déterminées à protéger leur crédibilité dans la lutte contre l'inflation**, la pression haussière sur les taux pourrait continuer**. De plus, il y a un risque que les Banques centrales n'arrivent pas à maitriser l'inflation et préserver leur crédibilité, cela pourrait conduire à une normalisation de plus grande ampleur sur les taux longs par rapport à celle que nous estimons à l'heure actuelle, via la prime de terme.

En synthèse, **nous pensons qu'il est trop tôt pour se réexposer sur les obligations**. Il faudra attendre que le risque de récession et/ou les craintes sur la croissance s'aggravent et/ou que le ton des Banques centrales commence à changer. En zone euro, la fin des programmes d'achats de la BCE et l'absence d'éléments concrets sur la mise en place d'un potentiel nouvel outil anti-fragmentation[13] se sont traduites par un écartement des spreads[14] souverains périphériques. La BCE s'est réunie en urgence mi-juin en annonçant que la flexibilité dont elle dispose sur les réinvestissements du programme d'achat d'urgence (PEPP) sera déployée et a demandé à ses équipes d'étudier un plan dédié pour combattre ce risque. Les spreads périphériques risquent de faire face à une pression à l'écartement jusqu'à la publication en détail du futur programme anti-fragmentation, potentiellement dès le mois de juillet.

Les obligations d'entreprises ont souffert depuis le début de l'année, à la fois à cause de la remontée des taux et de l'écartement des spreads[15]. Les programmes d'achat de la BCE ont été un facteur de soutien important qui manquera sur les marchés, toutefois nous pensons que le portage sur le segment du crédit à haut rendement[16] est intéressant comparé aux autres actifs financiers. Il est toujours préférable de rentrer graduellement sur la classe d'actifs tant que le risque de récession n'est pas complètement écarté/anticipé et que, plus généralement, les obligations d'entreprises peuvent encore subir la pression de la normalisation à venir sur les taux souverains.

[13] Ensemble de mesures visant à éviter une trop forte divergence entre les taux des pays de la zone euro.
[14] 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).
[15] Le "spread" de crédit est la différence de taux d'intérêt d'une obligation d'entreprise avec celui d'une obligation de référence de même durée, considérée comme la moins risquée (l'emprunt d'Etat de référence).
[16] 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.

AVIVA INVESTORS FRANCE

Panorama Macro et Allocation

Juin 2022

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.
FA22/0145/27122022