AVIVA INVESTORS FRANCE

Bilan 2021 et Perspectives 2022

Janvier 2022

BILAN 2021

2021, l'année des actions … et de l'inflation

2021 restera dans l'histoire comme l'année d'une reprise inédite, caractérisée par un déséquilibre marqué entre l'offre et la demande de biens et services, soufflant un vent inflationniste au cœur de cette reprise. L'économie mondiale avait été verrouillée en 2020 par la crise sanitaire de Covid 19 et sa série de confinements. Avec le soutien massif et sans précédent des Etats et des Banques centrales, le pire en termes économique avait été évité, permettant de préserver autant que possible les équilibres financiers des ménages et des entreprises. La réouverture des économies s'est traduite par un fort rebond de l'activité accompagné d'un niveau de demande « en attente » inédit que l'offre n'a pu satisfaire, en raison des retards de livraisons, des fermetures des entreprises, des pénuries de stocks et de main d'œuvre. Ce déséquilibre a contribué à créer les conditions parfaites pour déclencher une poussée inflationniste mondiale. Les Banques centrales, qui ont initialement qualifié cette inflation de transitoire, ont commencé en fin d'année à normaliser leurs politiques monétaires (réduction des achats d'actifs, notamment aux Etats-Unis).
Dans ce contexte, les marchés actions ont dégagé une très belle performance en 2021 bénéficiant d'abondantes liquidités et du rebond des résultats des entreprises tandis que le marché obligataire a souffert de la reprise de l'inflation.

Performances 2021	
ACTIONS	
MSCI World ACI	+27,54%
CAC 40	+31,07%
Eurostoxx	+22,67%
S&P 500 (couvert en euro)	+26,95%
Nasdaq 100	+36,90%
MSCI Emerging Market	+4,86%
TAUX	
JPMorgan EMU	-3,54%
Bloomberg Barclays Global Inflation Linked Hedged Euro	+5,23%
EuroMTS EMTX (indexés inflation zone euro)	+7,17%
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate	-0,97%
Bloomberg Barclays Global Corporate (couvert en euro)	-1,69%
€STER	-0,57%
JPMorgan Emerging Bonds Index (EMBI)	+5,97%

Source : Aviva Investors France au 31/12 /2021, Dividendes nets réinvestis

ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

Après le choc provoqué par la Pandémie de Covid 19 et un recul du PIB mondial de 3,4% en 2020, la reprise économique est plus forte qu'anticipée initialement. Le PIB mondial a retrouvé son niveau d'avant crise et devrait croître de 5,6% en 2021 puis de 4,5% en 2022, selon les dernières Perspectives économiques de l'OCDE (décembre 2021).

Toutefois cette reprise est inégale dans son ampleur et son séquençage notamment en raison de taux de vaccination très variables à travers le monde avec dès lors des mesures de restriction plus ou moins rapides à lever voire qui doivent de nouveau être imposées. En occident, les vastes plans de soutien monétaires et budgétaires, les mesures de confinement plus ciblées avant le déploiement progressif des campagnes de vaccination, la réouverture de nombreuses activités dans les services et le rebond de la consommation alimenté par un stock historique d'épargne sont les moteurs de la reprise. Mais le retard des campagnes de vaccination dans les pays émergents, de nouvelles restrictions en Asie-Pacifique en raison du variant Delta et les ruptures dans les chaines d'approvisionnement pèsent sur la croissance des pays émergents mais aussi, depuis le troisième trimestre, sur la dynamique économique aux Etats-Unis et en Europe.

Cette reprise économique s'accompagne de nettes tensions inflationnistes avec, d'une part, une forte demande et des pénuries d'offre dans certains secteurs, et, d'autre part, la flambée des cours des matières premières et la hausse des coûts de transport maritime. Ces tensions sont plus ou moins fortes selon les pays. Selon l'OCDE, les tensions sur l'offre devraient reculer à la faveur de l'amélioration de la situation sanitaire, de la stabilisation de la demande et du retour au travail d'un nombre croissant de personnes. L'inflation devrait atteindre un pic fin 2021-début 2022 avant de refluer progressivement.

La reprise économique s'accompagne de nettes tensions inflationnistes avec, d'une part, une forte demande et des pénuries d'offre dans certains secteurs, et, d'autre part, la flambée des cours des matières premières et la hausse des coûts de transport maritime.

La croissance américaine est attendue par l'OCDE en hausse de 5,6% en 2021 puis de 3,7% après un repli de 3,4% en 2020. Le démarrage rapide de la vaccination dès décembre 2020 et l'annonce d'un plan supplémentaire de relance de 1.900 milliards de dollars, principalement à destination des ménages, ont soutenu la reprise économique déjà bien amorcée depuis le troisième trimestre 2020. La consommation des ménages est le principal moteur mais les dépenses publiques devraient progressivement venir en appui. Baptisé « Build Back Better » (« reconstruire mieux »), le plan du Président Biden prévoit notamment de faire baisser le coût de la garde d'enfants et des médicaments, des crédits d'impôts pour les foyers américains et des investissements conséquents pour réduire les émissions de gaz à effet de serre, mais son vote rencontre des obstacles importants. La reprise économique, dont le rythme a ralenti au troisième trimestre, s'accompagne d'une nette remontée de l'inflation, à 7% sur un an en décembre 2021, selon l'indice des prix à la consommation (CPI) publié par le département du Travail, soit son plus haut niveau depuis 40 ans !

Après une récession historique de -6,5% en 2020, **la zone euro** est également sur le chemin de la reprise. Mais son rythme est plus heurté avec deux nouvelles périodes de recul en rythme trimestriel au 4ème trimestre 2020 et au 1er trimestre 2021 en raison de nouvelles mesures de restrictions sanitaires. Avec le déploiement des campagnes de vaccination depuis le printemps, la réouverture des économies et l'amélioration de la situation sanitaire, la croissance a rebondi plus nettement au deuxième trimestre 2021 dans le sillage du dynamisme de la consommation des ménages et de l'ampleur des dispositifs d'urgence en faveur des entreprises et de l'emploi mis en place dans les différents pays. Le plan de relance européen « Next Generation EU », qui a été définitivement adopté en juillet 2021, devrait constituer un soutien supplémentaire à la reprise économique en plus de la politique toujours accommodante de la Banque centrale européenne (BCE). L'OCDE table sur une croissance du PIB de la zone euro de 5,2% en 2021 puis de 4,3% en 2022. La zone euro subit également des pressions inflationnistes avec un taux annuel record de 5% en décembre, d'après Eurostat.

Le rebond de **l'économie japonaise** a été vigoureux au second semestre 2020. Mais la dynamique est pénalisée depuis début 2021 par la reprise de l'épidémie de Covid 19 dans de nombreuses préfectures de l'archipel, la lenteur de la campagne de vaccination et le manque de confiance des agents économiques. L'OCDE table sur une croissance de 1,8% en 2021 puis de 3,4% en 2022, sensiblement inférieure à celles des autres pays développés. En 2020, le PIB japonais s'était contracté de 4,6%.

Tirée par les investissements, notamment en infrastructures, et la demande extérieure, **la croissance chinoise** est attendue par l'OCDE à 8,1% en 2021 et à 5,1% en 2022 après une croissance de 2,3% en 2020, positive malgré la crise sanitaire contrairement à la plupart des autres zones. Même si l'épidémie de Covid19 semble contrôlée en Chine, les frontières restent fermées et des mesures locales drastiques sont prises dès l'apparition de nouveaux cas. Pékin n'hésite pas à fermer des usines ou des ports pour contenir l'épidémie, avec des conséquences sur l'activité économique et les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les autorités chinoises, qui veulent « promouvoir la prospérité collective », se sont lancées dans un programme de reprise en main de pans de l'économie, avec notamment des tours de vis réglementaires, pour rendre du pouvoir d'achat à la classe moyenne et lutter contre le risque de bulles spéculatives.

LES BANQUES CENTRALES

Depuis la mise en place de mesures exceptionnelles en mars 2020 pour amortir le choc économique et financier de la pandémie, la politique monétaire des grandes Banques centrales est restée très accommodante. Elles ont poursuivi leurs achats d'obligations souveraines mais également de plus en plus d'actifs privés, afin de soulager les banques et les inciter à accorder des prêts aux ménages et entreprises. L'ensemble de ces mesures a également constitué un fort soutien aux marchés financiers.

Toutefois, avec les tensions inflationnistes provoquées par la forte reprise économique aux Etats-Unis, et en Europe, l'attention s'est de plus en plus portée sur l'évaluation du calendrier des futures actions des Banques centrales et plus particulièrement le début du « tapering » aux Etats-Unis, c'est-à-dire la réduction des rachats d'actifs. Si les banquiers centraux ont longtemps maintenu un discours rassurant sur le caractère transitoire des poussées inflationnistes, soucieux de ne pas resserrer trop vite les conditions monétaires et ainsi de ne pas réitérer les erreurs du passé, ils ont tout de même dû intégrer ce phénomène préoccupant. La gestion de la politique monétaire se fait en effet plus complexe dans un contexte de croissance plus modérée et d'inflation qui reste élevée plus longtemps que prévu. Les Banques centrales ont donc dû entamer la première étape de la normalisation de la politique monétaire avec la réduction des programmes d'achats quantitatifs (le « tapering »).

Si dans les plus petits pays comme la Nouvelle-Zélande ou la Norvège, les hausses des taux ont déjà commencé, d'autres Banques centrales se sont montrées plus patientes. Le cycle de resserrement monétaire se fera ainsi à des vitesses différentes entre les grandes Banques centrales.

La Réserve fédérale américaine (Fed) a été la première grande banque centrale à avoir mis en place des mesures de soutien exceptionnelles en mars 2020. Depuis sa revue stratégique d'août 2020, la Fed donne la priorité au marché de l'emploi, et donc à la croissance, en se montrant plus tolérante sur l'inflation. Mais face à l'accélération des tensions inflationnistes au troisième trimestre 2021, essentiellement dues à la flambée des prix de l'énergie et à l'incapacité de l'offre de faire face à une forte demande, le ton est devenu plus « hawkish » (politique restrictive de lutte contre l'inflation). Le changement de cap a été clair lors la réunion du FOMC (Federal Open Market Committee) de septembre 2021. La Fed a démarré le « tapering » en novembre 2021 et le conclura au printemps 2022. Elle a aussi annoncé mi-décembre l'accélération du « tapering » et ouvert la voie à des hausses des taux d'ici la fin 2022.

La Banque centrale européenne (BCE) a continué de déployer des mesures pour assurer des conditions de financement très favorables. Son programme de rachats d'actifs PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) a de nouveau été renforcé en décembre 2020 pour se monter à 1.850 milliard d'euros, et a été prolongé jusqu'en mars 2022. La BCE a également appliqué

des conditions plus avantageuses pour les opérations de refinancement à long terme des banques (TLTRO). En mars 2021, elle a décidé d'accélérer sensiblement les achats d'actifs du PEPP afin de contenir la hausse des taux longs dans la zone euro dans le sillage des fortes tensions sur les rendements américains. A la fin de l'été, l'institution européenne a indiqué qu'elle allait légèrement réduire ses achats d'actifs dans le cadre du PEPP. Mais elle n'amorce pas encore le « tapering ». La BCE arrêtera le programme d'achats d'urgence en mars 2022, mais elle compensera partiellement la fin du PEPP en incrémentant temporairement les achats dans son autre programme en cours. La BCE s'est engagée à maintenir des taux bas pour une période prolongée et à soutenir l'économie de la zone euro jusqu'à ce que l'inflation se stabilise durablement à 2%.

LES MARCHÉS DE TAUX

L'inflation a été une thématique prépondérante en 2021 avec la réouverture graduelle des économies, les tensions sur les chaines d'approvisionnement ainsi que la hausse des prix de l'énergie (pétrole, gaz). Dans ce contexte, les Banques centrales des pays développés ont commencé à diminuer le soutien exceptionnel mis en place pour contrer les effets de la crise sanitaire, tandis que des pressions inflationnistes ont émergé au cours de l'année au niveau mondial. Les anticipations d'inflation ont ainsi largement progressé, tandis que les taux réels des dettes d'Etats ont majoritairement baissé grâce à la présence toujours importante des Banques centrales.

Les taux souverains[1]

Alors que la promesse de soutien illimité des grandes Banques centrales à l'économie, pour amortir le choc provoqué par la crise sanitaire, avait tiré les rendements des obligations vers le bas de mars à août 2020, les taux des emprunts d'Etats des pays jugés les plus sûrs ont amorcé à partir du quatrième trimestre 2020 une remontée qui s'est accélérée en 2021, et tout particulièrement sur les trois premiers mois de l'année.

Les anticipations de remontée de l'inflation dans le sillage d'une reprise économique plus forte qu'attendu aux États-Unis, confirmées à chaque publication mensuelle des indices des prix, ont fait craindre aux investisseurs un resserrement monétaire plus rapide qu'escompté. Aux Etats-Unis, l'inflation a atteint 7% sur un an en décembre 2021, selon l'indice des prix à la consommation (CPI) publié par le département du Travail, soit son plus haut niveau depuis 1982. En zone euro, les prix ont grimpé de 5% en glissement annuel en décembre d'après Eurostat, un record. Ces poussées inflationnistes ont renforcé les anticipations des investisseurs d'un resserrement plus rapide que prévu des politiques monétaires des Banques centrales. La Réserve fédérale a d'ailleurs annoncé mi-décembre l'accélération du « tapering » (la fin progressive des programmes d'achats d'actifs) et ouvert la voie à des hausses de ses taux d'ici la fin 2022. En revanche, la Banque centrale européenne a promis de prolonger encore un certain temps son important soutien à la croissance.

C'est principalement la communication de la Fed sur le caractère transitoire de l'inflation et sur la normalisation de sa politique monétaire qui ont dicté les variations, parfois violentes, des rendements en 2021.

C'est principalement la communication de la Fed sur le caractère transitoire de l'inflation et sur la normalisation de sa politique monétaire qui ont dicté les variations, parfois violentes, des rendements en 2021. Après un été plus calme, le marché obligataire américain a connu un regain de tension fin septembre 2021 quand la Fed a adopté un ton légèrement plus « hawkish » et confirmé le début du « tapering » en fin d'année. Le rendement des Bons du Trésor américains a terminé l'année à 1,51%, en hausse de près de 60 points de base en un an.

En zone euro, les rendements sont aussi remontés mais dans une moindre mesure. La communication suffisamment claire de la Banque centrale européenne indiquant qu'elle agirait pour limiter la hausse des taux, suivie d'effets, a permis de contenir les tensions sur les marchés obligataires européens qui ont toutefois été agités. Le Bund allemand à 10 ans, toujours en territoire

[1] Source Bloomberg au 31/12/2021

négatif, a regagné sur la période plus de 38 points de base à -0,19% fin décembre après un plus haut en octobre proche de zéro. En France, le rendement de l'OAT (Obligation Assimilable du Trésor) 10 ans, qui avait commencé l'année en territoire négatif, a pris en un an plus de 55 points de base à 0,19%, à l'issue d'une année en dents de scie marquée par des pics en mai et en octobre. En Italie, le rendement de l'emprunt d'État à 10 ans a gagné 63 points de base sur un an à 1,17% à la fin d'un exercice marqué par des variations importantes.

Le crédit

L'année 2021 a été marquée par **une performance négative du marché du crédit Investment Grade**[2], malgré un léger resserrement des « spreads » sur la période. En effet, le marché du crédit a été très dépendant des mouvements de taux. Ceux-ci ayant globalement augmenté en 2021, la contribution des taux a affecté la performance et n'a pas été compensée par le resserrement des « spreads » déjà très bas. Après plusieurs années de performances positives liées à une baisse progressive des taux et des « spreads » de crédit (et ce malgré l'épisode très agité de la crise sanitaire de 2020), ce marché avait probablement atteint des valorisations trop élevées fin 2020.

Le marché des obligations d'entreprises Haut rendement[2] (entreprises de qualité de crédit inférieure à l'Investment Grade, High Yield) **a mieux résisté**. En effet, il est moins sensible aux mouvements de taux mais plus sensible à la dégradation ou à l'amélioration de la qualité de crédit des entreprises. Or, en 2021, les fondamentaux de crédit se sont globalement appréciés et les taux de défaut sont restés à des niveaux historiquement faibles.

Sur 12 mois, l'indice Bloomberg Barclays Capital Euro Aggregate Corporate a ainsi perdu 0,97% tandis que l'indice Bloomberg Barclays Pan European High Yield en euro a progressé de 4,21%. La remontée des taux longs a pesé plus fortement sur le segment des entreprises les mieux notées qui ont bénéficié d'un resserrement des spreads moins important. La confiance des investisseurs sur le segment High yield[2] des entreprises les moins bien notées reste motivée par la reprise de la croissance en Europe, la solidité des fondamentaux des sociétés, la faiblesse des taux de défaut et la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne. Les mesures de soutien de la BCE et des gouvernements continuent de permettre aux entreprises de venir se financer sur le marché.

Après une année 2020 exceptionnelle pour le marché primaire en euro, l'appétit des investisseurs s'est confirmé notamment pour le segment High yield et les « obligations vertes ».

LES MARCHÉS ACTIONS

En 2021, les grandes places boursières, à l'exception de l'Asie, ont enregistré de belles performances. Sur douze mois, l'indice MSCI World net en euro a progressé de plus de 30% (avec dividendes). Les actions ont continué à être portées par les flux de liquidités déversés par les banques centrales, les plans de relance budgétaires, notamment aux Etats-Unis, la réouverture des économies, le déploiement des campagnes de vaccination ainsi que par les bons résultats des entreprises et les perspectives encourageantes de leurs dirigeants.

Les inquiétudes sur l'inflation, les interrogations sur le rythme de normalisation des politiques monétaires, la propagation rapide du variant Delta puis du variant Omicron, le ralentissement de la croissance chinoise et le tour de vis réglementaire du gouvernement de Xi-Jiping, les inquiétudes suscitées par le risque de faillite du géant chinois de l'immobilier Evergrande ont ponctuellement provoqué des périodes de prises de bénéfices. Mais les marchés ont continué à faire le pari de la normalisation et de la réouverture des économies. Une normalisation qui s'est aussi exprimée au niveau des valorisations. Les marchés actions

[2] 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.

sont en effet loin d'avoir progressé dans la même proportion que le rebond spectaculaire des résultats des entreprises, dégonflant ainsi la prime de multiple qui apparaissait en début d'année. En revanche, l'année 2021 n'a toujours pas permis de gommer les écarts de multiples qui continuent à perdurer entre d'un côté les sociétés à forte visibilité, toujours très chèrement valorisées, et les titres financiers et cycliques, toujours proches de leurs plus bas.

« Bottlenecks » : ce terme a rythmé l'ensemble de l'année. Anglicisme signifiant « goulots d'étranglement », il a été sur les lèvres de toutes les communautés de chefs d'entreprises et d'investisseurs. La vitesse de rebond des économies au sortir des confinements, couplée à la poursuite de contraintes sur certains appareils productifs (semiconducteurs, produits de base, transport), comme la difficulté de certains corps de métiers à embaucher a engendré de gigantesques pénuries, face à une demande particulièrement vigoureuse. La contrainte d'offre a propulsé bon nombre de biens intermédiaires à des niveaux de prix historiques. Et la capacité des entreprises à passer ces hausses de prix aux clients finaux est devenue clé dans l'analyse des investisseurs. Le fameux « pricing power » des entreprises est devenu le point central d'attention au cours de l'exercice. Et il faut bien reconnaitre que les efforts des entreprises à maintenir les marges ont été couronnés de succès. Peu d'industries, mises à part certaines sociétés de l'agroalimentaire, ont indiqué être prudentes quant à leur capacité à repasser rapidement l'inflation des coûts de production dans leurs prix de vente. Les contraintes sur l'offre ont rendu l'exercice plus aisé, la demande se situant toujours à des niveaux élevés.

Si le marché actions américain mène la danse, le marché européen tire bien son épingle du jeu, grâce au beau parcours des sociétés cycliques (banques, auto, médias) mais aussi grâce aux valeurs de croissance (technologie, consommation discrétionnaire).

Si le marché actions américain mène la danse, le marché européen tire bien son épingle du jeu, grâce au beau parcours des sociétés cycliques (banques, auto, médias) mais aussi grâce aux valeurs de croissance (technologie, consommation discrétionnaire). Le marché japonais quant à lui affiche une progression un peu moins soutenue tandis que les marchés émergents ferment la course, pénalisés par une performance chinoise négative, sur fond d'interrogations sur la dynamique de croissance.

Aux Etats-Unis, les principaux indices ont clôturé le mois de décembre proches de leurs plus hauts. En 2021, le S&P 500 a gagné plus de 28% (dividendes réinvestis). Wall Street a été soutenu par la robuste reprise économique stimulée par les mesures exceptionnelles de soutien budgétaire et monétaire et le net rebond des bénéfices des entreprises. Le secteur technologique ressort comme l'un des grands gagnants de la pandémie, ses services permettant de s'adapter aux confinements.

En Europe, les marchés ont fini l'année sur une note très positive et confirmé des progressions à deux chiffres en 2021. La Bourse de Paris a franchi fin décembre un nouveau sommet au-dessus des 7000 points, et battu ses homologues de Londres, Francfort ou Milan. Le CAC 40, en hausse de plus de 31% (avec dividendes) sur l'exercice, a profité du retour des investisseurs particuliers en Bourse, de la santé éclatante des valeurs du luxe et de l'engouement suscité par les valeurs technologiques. Avec une hausse de plus de 22% de l'indice EuroStoxx (avec dividendes), les marchés actions européens ont également pu compter sur le retour au premier plan des valeurs cycliques et du secteur bancaire. Le secteur pétrolier a enfin profité du rebond des cours du brut.

Les actions émergentes font exception avec une baisse de près de 9% de l'indice MSCI Far East ex Japan (avec dividendes) et une progression réduite de moins de 5% de l'indice MSCI EM (Emerging Markets - avec dividendes). Elles avaient pourtant débuté l'année sur une bonne dynamique, mais la tendance s'est sensiblement inversée au fur et à mesure que des signes d'inquiétudes s'accumulaient. Parmi eux, on peut citer le ralentissement de la croissance chinoise, le risque de faillite d'Evergrande dans l'immobilier et les pressions politiques et réglementaires imposées par Pékin aux grands groupes ainsi que le changement de cap de la politique monétaire aux États-Unis qui, combiné à des pressions inflationnistes, va mettre sous pression les politiques monétaires des Banques centrales des pays émergents.

PERSPECTIVES 2022

A la poursuite des équilibres

- En 2022, Aviva Investors France s'attend à une croissance de l'économie mondiale toujours robuste, supérieure à 4%, mais progressant à un rythme moins soutenu que l'année précédente.
- Les tensions inflationnistes devraient se calmer en 2022 par rapport aux pics de la fin 2021, plus particulièrement sur la deuxième partie de l'année. La moyenne annuelle 2022 sera toutefois plus élevée que celle de 2019.
- La gestion de la politique monétaire se fait plus complexe dans un contexte de croissance plus modérée et d'inflation qui reste élevée plus longtemps que prévu.
- L'année devrait être positive pour les actions, même s'il convient de se préparer à des performances plus modestes par rapport à 2021.
- Dans le cadre d'une normalisation graduelle des politiques monétaires, les obligations souveraines devraient continuer à sous-performer en 2022.
- Les obligations d'entreprises devraient profiter de la dynamique de croissance positive et de taux de défaut qui devraient rester stables, alors qu'elles seront pénalisées par la remontée des taux. Il convient donc selon nous de privilégier les obligations à haut rendement[2] par rapport aux obligations « investment grade »[2] (mieux notées).
- En immobilier, investir dans des actifs de grande qualité ou lancer des politiques de rénovations ambitieuses sera indispensable pour tirer son épingle du jeu dans la période à venir.

2021 restera dans l'histoire comme l'année d'une reprise inédite, caractérisée par un déséquilibre marqué entre l'offre et la demande de biens et services, soufflant un vent inflationniste au cœur de cette reprise. L'économie mondiale avait été verrouillée en 2020 par la crise sanitaire de Covid-19 et sa série de confinements. Avec le soutien massif et sans précédent des Etats et des Banques centrales, le pire en termes économique avait été évité, permettant de préserver autant que possible les équilibres financiers des ménages et des entreprises. Cette réouverture s'est traduite par un fort rebond de l'activité accompagné d'un niveau de demande « en attente » inédit que l'offre n'a pu satisfaire, en raison des retards de livraisons, des fermetures des entreprises, des pénuries de stocks et de main d'œuvre. Ce déséquilibre a contribué à créer les conditions parfaites pour déclencher une poussée inflationniste mondiale.

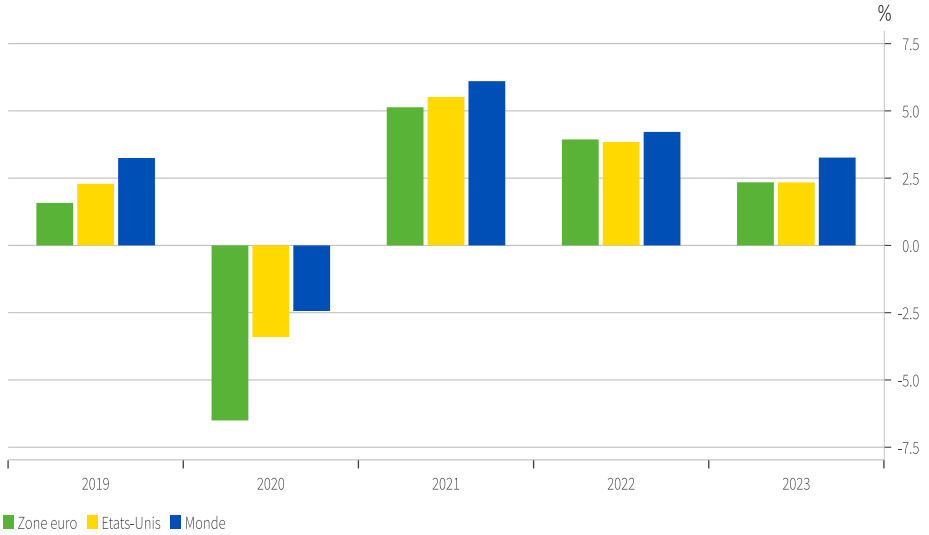
En 2022, alors que le risque sanitaire est toujours présent, les Banques centrales devront réussir à trouver l'équilibre et prendre les mesures qu'il convient pour contenir cette inflation élevée, dans un contexte où la croissance sera plus modérée qu'en 2021.

L’expansion économique devrait continuer en 2022

En 2022, Aviva Investors France s’attend à une croissance de l’économie mondiale toujours robuste, supérieure à 4%, mais progressant à un rythme moins soutenu que l’année précédente. Selon nos projections, l’activité économique aux Etats-Unis et dans la zone euro devrait croître à un taux légèrement inférieur à la croissance mondiale, avant de se modérer davantage en 2023 (graphique 1).

Graphique 1

Prévisions de croissance (PIB moyenne annuelle)



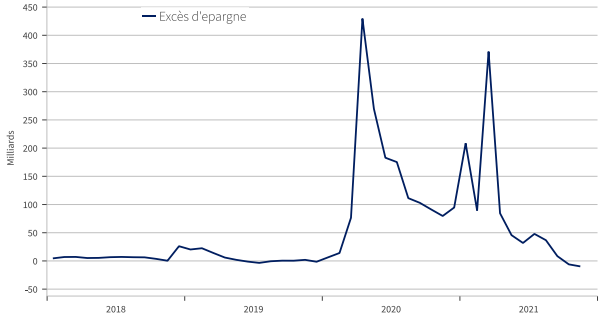
Source: Aviva Investors France, Macrobond, 1 Décembre 2021

La croissance devrait être portée par la consommation …

Comme en 2021, la croissance des Etats-Unis et de la zone euro devrait reposer en premier lieu sur la forte dynamique de la demande. Avec le progrès des vaccinations dans les économies développées, la consommation en services pourra regagner du terrain par rapport à la consommation en biens qui a déjà bien rebondi. De plus, nous estimons que, pendant la pandémie, les particuliers ont accumulé une épargne excédentaire importante (par rapport aux normes historiques), liée aux restrictions et aux mesures de relance budgétaire. Cette épargne « forcée » s’élèverait environ à 2500 milliards de dollars aux US et 800 milliards de dollars en zone euro (graphiques 2 et 3), représentant respectivement 12% et 6% du PIB de ces zones. Les données montrent que cette épargne s’est accumulée plus en faveur des ménages à hauts revenus, qui normalement ont une propension marginale à la consommation plus faible[3]. Toutefois, même si un cinquième de ce stock était consommé, cela pourrait augmenter le PIB de la zone euro et des Etats-Unis entre 1% et 2% supplémentaires en 2022.

Graphique 2

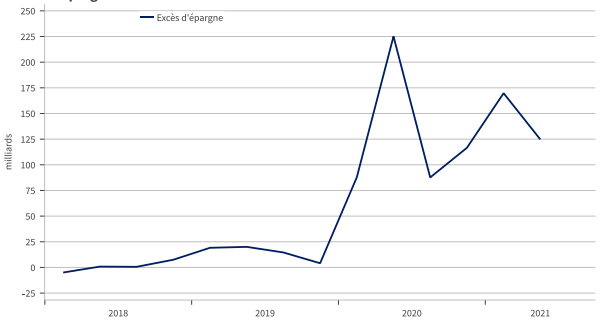
L'excès d'épargne aux Etats-Unis est estimé à 2500 milliards de dollars



Source: Aviva Investors France, Macrobond as at 01 décembre 2021

Graphique 3

L'excès d'épargne en zone euro est estimé à 800 milliards d'euros



Source: Aviva Investors France, Macrobond as at 01 Décembre 2021

[3] La propension marginale à la consommation est la part de revenu supplémentaire qui est dépensé.
Fisher (J. D.), Johnson (D.S.), Smeeding (T. M) et Thompson (J. P.),
« Estimating the marginal propensity to consume using the distributions of income, consumption, and wealth », Journal of Macroeconomics, vol. 65, 2020.

…et par les investissements verts et digitaux

En deuxième lieu, la croissance serait portée par les investissements. Si le pic de la relance budgétaire est derrière nous, avec la fin des mesures d'urgence destinées à soutenir les familles et les entreprises, les plans de relance pluriannuels en Europe (NextGeneration EU) n'ont pas été encore déployés. Ces derniers engagent environ 807 milliards d'euros de ressources, équivalents à 6% du PIB européen, plus d'un tiers concernant des investissements verts et environ 20% des investissements digitaux. Après une décennie de baisse des investissements publics et privés en infrastructures, il y aura donc une forte mobilisation pour accompagner la reprise post Covid et la transition climatique sur la période jusqu'en 2026, qui correspond au cadre financier pluriannuel de l'UE. Les études[4] montrent que l'impact positif du plan pourrait apporter au PIB européen une croissance supplémentaire en moyenne de 1.3% d'ici 2024. Le levier sur la croissance sera d'autant plus élevé que les investissements seront accompagnés des réformes structurelles.

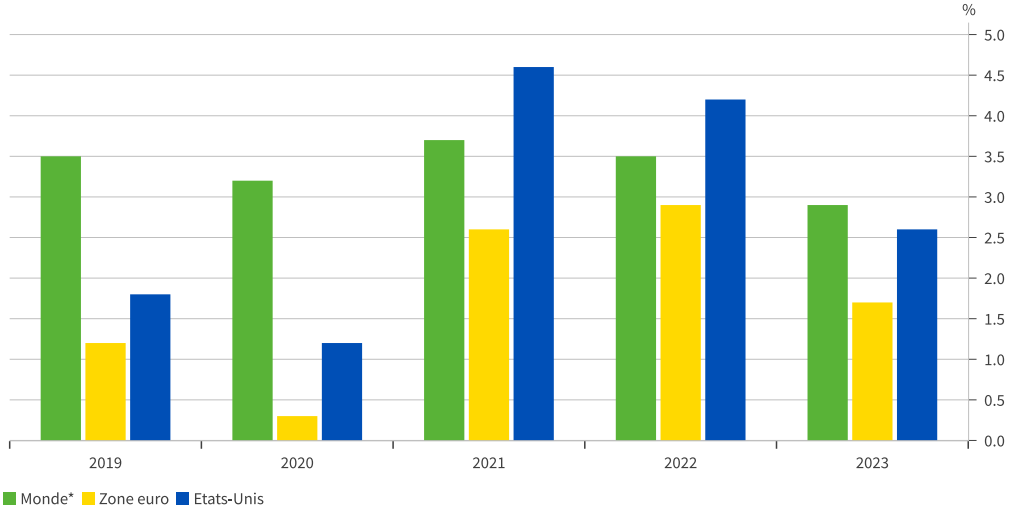
…Des freins à la croissance globale pourraient émerger

Ces freins pourraient être liés au risque d'apparition de nouveaux variants ou de nouvelles vagues Covid, aux problèmes sur les chaînes d'approvisionnement et leur impact sur la production et à la crise énergétique qui pourrait peser plus que prévu sur les bilans des ménages les moins aisés, ainsi que sur les investissements des entreprises. Un ralentissement plus marqué que prévu en Chine serait également un risque pour la demande globale.

Inflation : après la tempête le beau temps ?

Graphique 4

Prévisions d'inflation



Source: Aviva Investors France, Macrobond, 15 Décembre 2021
* Bloomberg consensus

Après le choc désinflationniste provoqué en 2020 par la pandémie, nous avons assisté à une tempête sur les prix. La production, contrainte par les goulots d'étranglement, des inventaires au plus bas et une pénurie de main d'œuvre dans certains secteurs, n'ont pas permis de faire face à la vigueur inattendue de la reprise de la demande. Un nouvel élément, la transition énergétique, peut avoir également contribué à la flambée des prix énergétiques, par exemple avec l'introduction de la taxe carbone. Estimer de combien a pesé la transition énergétique sur l'inflation en 2021 est difficile, toutefois c'est un facteur structurel susceptible d'impacter l'inflation (vers le haut) pour les prochaines décennies et dont il faudra tenir compte, comme le montrent les résultats préliminaires du réseau des Banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS[5]).

[4] Mahieu et al. (2021) "*Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment* "(europa.eu) ou encore Canova and Pappa (2021) « what_are_the_likely_macroeconomic_effects_of_the_eu_recovery_plan.pdf"(europa.eu)
[5] Network for Greening the Financial System https://www.ngfs.net/sites/default/files/media/2021/08/27/ngfs_climate_scenarios_phase2_june2021.pdf

A partir du printemps, les effets de base (comparaison d'une année sur l'autre) des prix énergétiques devraient devenir plus favorables. Courant 2022, les goulots d'étranglement devraient se résorber permettant ainsi le recul des tensions entre la production et la demande. Cela aidera au reflux de l'inflation. A l'inverse, plus ces problèmes persistent et plus ils peuvent se répercuter sur les anticipations d'inflation et donc générer des effets de second tour sur l'inflation. Ainsi, le risque d'une spirale prix – salaires demeure plus élevé aux Etats-Unis, où on constate déjà une progression moyenne des salaires plus élevée par rapport à la zone euro (+4.3%[6] contre +1.3%[7]). Les raisons en sont multiples. Le marché du travail américain est plus flexible, il progresse depuis la réouverture des économies à un rythme soutenu. Par ailleurs le plein emploi pourrait être plus proche qu'on ne le pense, à cause de la démographie (les personnes qui sont parties à la retraite pendant le Covid) et des changements structurels induits par la crise sanitaire (les personnes qui sont devenues « GIG workers », travailleurs indépendants de plateforme, pendant la pandémie). A l'inverse, sur le vieux continent, le marché du travail non seulement est plus rigide, mais aussi l'écart de production (différence entre le niveau du PIB observé et son niveau potentiel, output gap) reste négatif et ne devrait se combler qu'en 2023. Enfin, d'après les derniers chiffres publiés par la BCE pour la zone euro, le pourcentage de la masse salariale qui a un salaire indexé à l'inflation est environ de 17% en 2021, contre presque 25% en 2008.

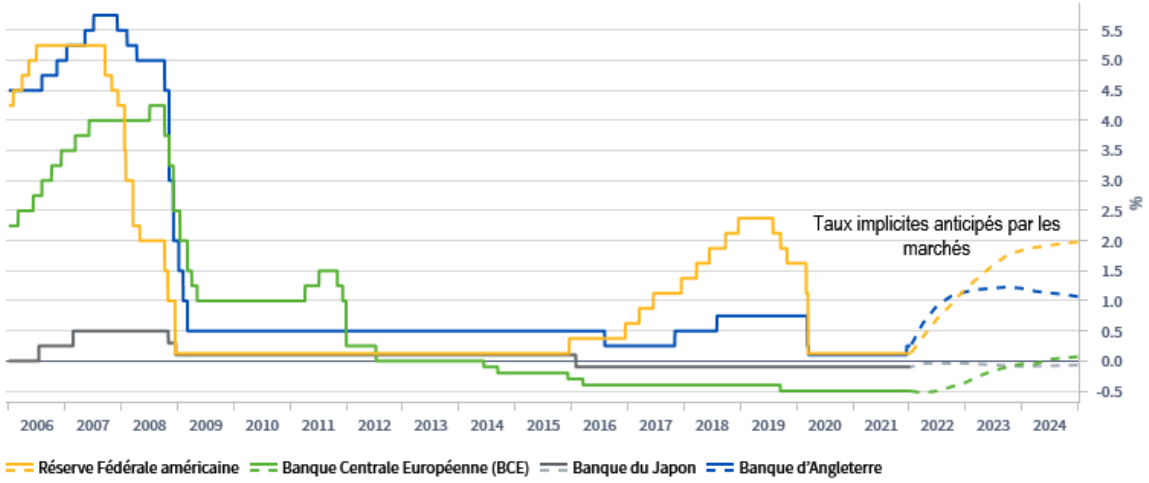
En conclusion, les tensions inflationnistes devraient se calmer en 2022 par rapport aux pics de la fin 2021, plus particulièrement sur la deuxième partie de l'année. La moyenne annuelle 2022 sera toutefois plus élevée que celle de 2019, avec un écart considérable entre les Etats-Unis et la zone euro (graphique 4). Nous soulignons que les risques de révision à la hausse sont plus importants, et qu'à court terme le variant Omicron pourrait accentuer l'incertitude et le choc d'offre.

Un environnement plus complexe génère plus de dispersion entre les politiques des Banques centrales

La gestion de la politique monétaire se fait plus complexe dans un contexte de croissance plus modérée et d'inflation qui reste élevée plus longtemps que prévu. Les Banques centrales ont déjà entamé la première étape de la normalisation de la politique monétaire avec la réduction des programmes d'achats quantitatifs (le « tapering »).

Graphique 5

Banques Centrales: les taux directeurs



Sources: Aviva Investors France, Macrobond , 10 Janvier 2022

[6] Source : Atlanta Fed Measure of Median Nominal Wage Growth, moyenne glissante sur 3 mois.

[7] Source: Indicator of Negotiated Wages, Banque centrale européenne.

La Réserve fédérale américaine (Fed) a démarré le « tapering » en novembre 2021 et le conclura au printemps 2022. La BCE arrêtera le programme d'achats d'urgence en mars, mais elle incrémentera temporairement les achats de son programme en cours (asset purchase program, APP) de 90 milliards d'euros supplémentaires entre avril et septembre. A partir du dernier trimestre, l'APP continuera au rythme actuel de 20 milliards d'euros d'achats par mois.

Ensuite, les bilans des Banques centrales se stabiliseront, car elles continueront à réinvestir les titres et les coupons qui arriveront à maturité, et l'étape suivante consistera à relever les taux directeurs. La normalisation des bilans démarrera après la première hausse des taux, et devrait déjà commencer en 2022 pour la Fed donc plus rapidement que dans le cycle précédent. Le cycle de resserrement monétaire se fera à des vitesses différentes entre les grandes Banques centrales (graphique 5). Si dans les plus petits pays comme la Nouvelle-Zélande ou la Norvège, les hausses des taux ont déjà commencé, les autres Banques centrales se sont montrées plus patientes. La Réserve fédérale, en accélérant la vitesse du « tapering », s'est laissée plus de flexibilité pour augmenter les taux dès le premier semestre de 2022, pour prévenir, s'il le faut, des effets indésirables sur les salaires et les prix.

Le désalignement des politiques monétaires entre la Fed et la BCE pourrait se creuser car, selon nous, une hausse des taux en zone euro ne pourra pas être envisagée en 2022. Mais le degré d'incertitude reste élevé, les « faucons » seront de plus en plus vocaux si l'inflation se fait plus persistante, rendant la recherche d'un consensus plus difficile à atteindre au sein du Conseil de la BCE.

Les actions devraient continuer de progresser, mais prudence sur les obligations

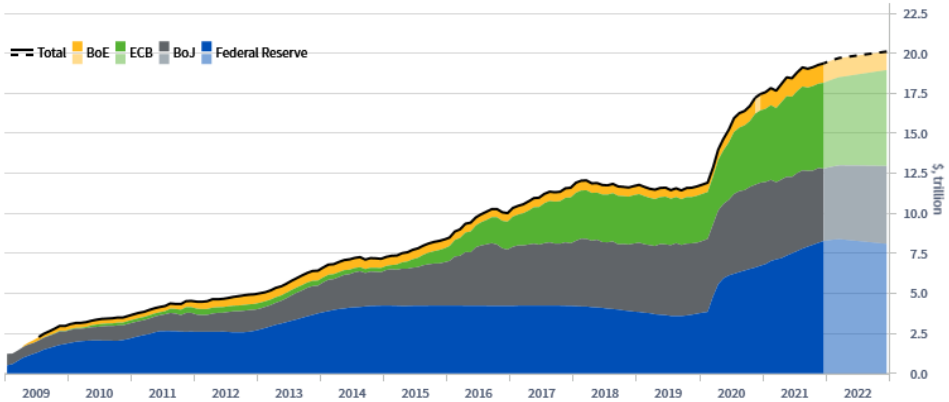
Le cycle économique devrait continuer et la croissance rester au-delà du potentiel aux Etats-Unis, selon notre scénario central, deux facteurs de fort soutien pour les actions en général. Mais la croissance des bénéfices pourrait ralentir tandis que les tensions sur les coûts devraient persister, il faudra donc surveiller les marges des entreprises. L'année devrait tout de même être positive pour les actions, même s'il convient de se préparer à des performances plus modestes par rapport aux deux dernières années. L'action de la Fed sera également centrale pour les actifs risqués : il faut que son président, Jerome Powell, trouve la juste vitesse de croisière, car une remontée trop précoce (ou brutale) des taux ou à l'inverse une remontée trop tardive pourrait dans les deux cas générer de la volatilité[8] sur les marchés.

Dans le cadre d'une normalisation graduelle de la politique monétaire, les obligations souveraines devraient continuer à sous-performer en 2022. Si les anticipations d'inflation restent en ligne avec les cibles de long terme des Banques centrales, et si l'inflation réalisée ralentit comme prévu au second semestre 2022, la progression des taux longs devrait continuer mais être modérée. En effet, les bilans des Banques centrales devraient continuer à peser (graphique 6) sur la prime de terme obligataire[9], et donc sur les taux longs en 2022. Il faut également souligner que la vague d'émissions obligataires ESG (Environnement, Social et Gouvernance) sera importante en 2022. A titre illustratif, l'Union européenne a planifié d'émettre 250 milliards d'euros d'obligations vertes pour financer le Plan de relance d'ici à la fin de 2026.

[8] 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.
[9] La prime de terme reflète la rémunération supplémentaire que les investisseurs demandent pour investir sur les obligations de maturité plus longues et donc plus risqués.

Graphique 6

La taille des bilans des BC restera élevée



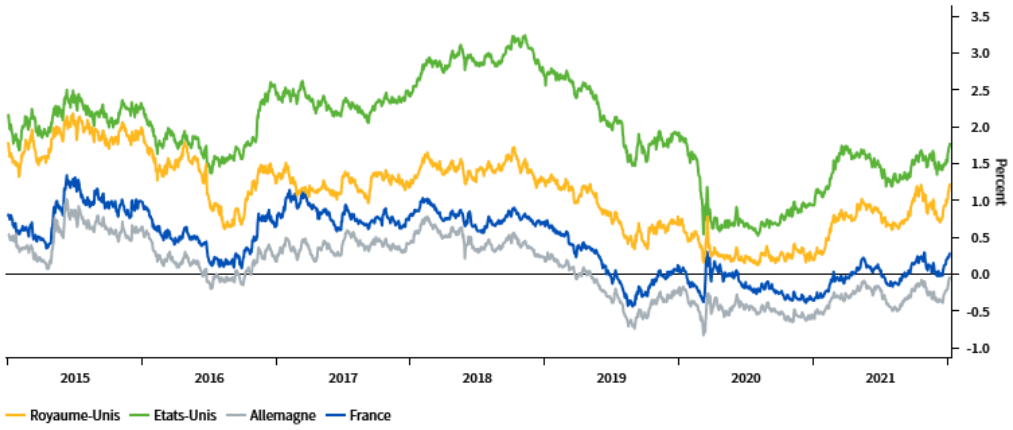
Sources: Aviva Investors France, Macrobond, 10 Janvier 2022

Les obligations d'entreprises devraient profiter de la dynamique de croissance positive et des taux de défaut qui devraient rester stables, alors qu'elles seront pénalisées par la remontée des taux. Il convient donc selon nous de privilégier les obligations à haut rendement[10] par rapport aux obligations « investment grade »[10] (mieux notées) qui offrent un potentiel de meilleur portage (rendement) et dont la performance devrait être moins impactée par la normalisation des taux. Le désalignement entre la Fed et la BCE devrait également être plus propice aux obligations d'entreprises européennes face à leurs homologues américaines.

Nous pensons que les risques principaux portent sur la crise sanitaire, ainsi que sur une erreur de politique monétaire face à l'inflation. Enfin, 2022 sera une année électorale riche : élections présidentielles en France, élections du président en Italie, élections en Chine et les élections de mid-term (mi-mandat) américaines. A suivre !

Obligations Souveraines : Les taux souverains sur la voie d'une normalisation

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'état



Source:Aviva Investors France, Macrobond, 10 Janvier 2022

L'évolution des politiques monétaires des Banques centrales face aux pressions inflationnistes sera un élément déterminant pour la tendance des marchés de taux en 2022. La normalisation des politiques - ultra accommodantes depuis le début de la crise sanitaire - entamée après l'été 2021 va vraisemblablement se poursuivre tout au long de l'année 2022 et entrainer des pressions haussières sur les taux. Les intervenants sur les marchés anticipent d'ores-et-déjà une remontée rapide des taux

[10] 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.

directeurs dans certaines zones géographiques (dont les Etats-Unis), mais d'amplitude limitée pour l'instant. En conséquence, les primes de terme restent relativement basses et pourraient être réévaluées à la hausse dans le cas où les indicateurs avancés de croissance resteraient bien orientés malgré le resserrement des conditions monétaires.

En matière géographique, l'année devrait être marquée par une divergence entre Banques centrales, certaines ayant entamé ou étant sur le point d'entamer un cycle de hausses de taux alors que d'autres restent accommodantes tout en réduisant le niveau de soutien. En conséquence, les écarts de taux entre ces régions pourraient croître au cours de l'année (avec notamment une sous-performance attendue des bons du Trésor des Etats-Unis par rapport aux obligations allemandes par exemple).

A ces facteurs macroéconomiques viennent s'ajouter des éléments d'ordre technique avec une hausse des émissions nettes sur le marché primaire (retraitées des achats des Banques centrales) qui nécessiteront une participation plus importante du secteur privé pour absorber le surplus par rapport à 2021. En particulier, le gisement d'émissions « net-net » en Europe (incluant les réinvestissements et les achats de la Banque centrale européenne) qui était négatif en 2021 devrait s'approcher de la neutralité l'année prochaine – voire passer en territoire positif.

Les risques politiques et géopolitiques feront également partie de l'équation, avec les élections de mi-mandat aux Etats-Unis qui pourraient avoir des implications sur le potentiel de relance fiscale pendant la suite du mandat de Joe Biden. En Europe, les élections présidentielles en Italie lors du premier trimestre suivies des élections françaises, présidentielles et parlementaires, risquent d'occasionner temporairement des pics de volatilité[8] et des réévaluations de la prime de risque de crédit des pays concernés.

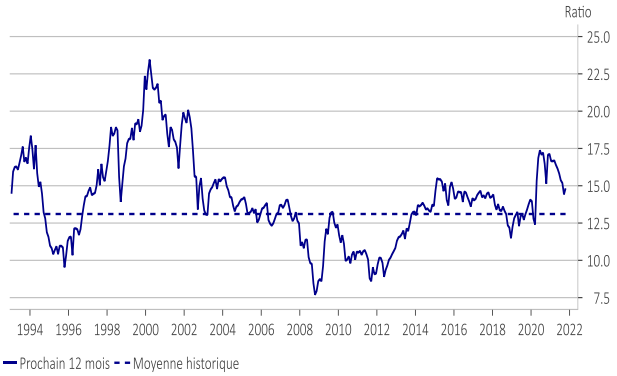
Dans ce contexte, malgré une poursuite de la reprise économique, les écarts de taux au sein de la zone euro pourraient être affectés par la réduction du soutien des politiques monétaires. La Banque centrale européenne devrait toutefois prévoir un « filet de sécurité » pour prévenir un écartement massif des taux des pays les plus fragiles. D'autre part, les agences de notation ont commencé à revoir à la hausse l'évaluation de certains pays dont l'Italie, et pourraient continuer l'année prochaine si les économies restent bien orientées.

Concernant le marché de l'inflation, les taux réels sont susceptibles de monter dans le sillage de la normalisation des politiques monétaires. Après une année 2021 où les taux réels ont touché des plus bas historiques ou s'en sont approchés dans la plupart des pays développés, une remontée semble le scénario le plus probable pour 2022. Les anticipations d'inflation, quoiqu'élevées par rapport aux niveaux observés lors de la dernière décennie, pourraient quant à elles continuer à progresser alors qu'un changement de régime pour l'inflation est possible en raison notamment des politiques budgétaires et monétaire extraordinaires mises en place pendant la crise et également en lien avec la transition écologique qui nécessitera de nombreux investissements. En conséquence, nous favorisons une allocation sur les obligations indexées à l'inflation en diversification, en alternative à des obligations à taux fixe.

Nous anticipons ainsi une année particulièrement agitée sur les marchés de taux, qui justifie d'adopter une approche flexible dans la gestion.

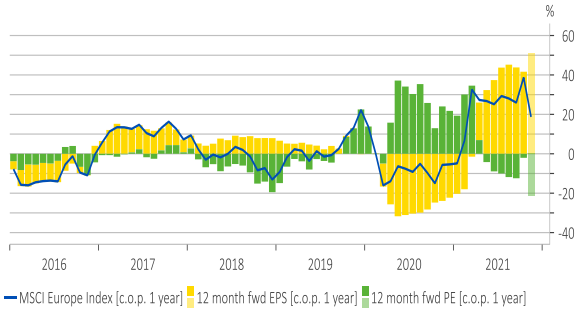
Actions : Vers une normalisation des profits et un retour de la volatilité[11]

Ratio cours/bénéfice en Europe



Source: Aviva Investors France, Macrobond, 13 décembre 2021

Les bénéfices ont pris le relais de la valorisation en tant que moteur des marchés actions



Source: Aviva Investors France, Macrobond, 13 décembre 2021

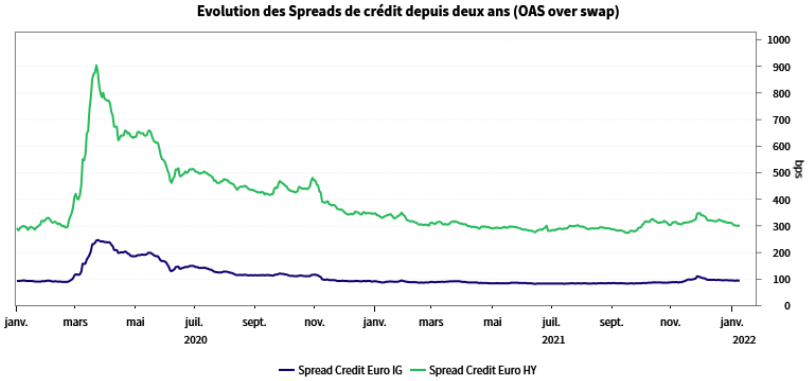
L'année boursière 2022 devrait apporter davantage de volatilité[11] que ce que nous avons connu en 2021. In fine, et malgré les soubresauts que l'épidémie de Covid a générés tout au long de l'année écoulée, les marchés ont tout de même continué à faire le pari de la normalisation et de la réouverture des économies, absorbant sans trop de brutalité les différents éléments adverses venus ponctuer l'exercice (problèmes de chaîne d'approvisionnement, inflation des matières premières, …). La normalisation s'est aussi exprimée au niveau des valorisations. Alors que les profits bondiront probablement autour de 60% en Europe en 2021, les marchés n'auront progressé « que » de 25%, dégonflant ainsi la prime de multiple qui apparaissait en début d'année 2021. Nous abordons donc 2022 avec des valorisations de marché plus proches des moyennes historiques. En revanche, l'année 2021 n'aura toujours pas permis de gommer les écarts de multiples qui continuent à perdurer entre les sociétés à forte visibilité, toujours très chèrement valorisées, et les titres financiers et cycliques, toujours proches de leurs plus bas historiques.

2022 sera assurément une année différente à bien des égards. La poursuite du cycle d'expansion économique restera un sujet de préoccupation, et les observateurs scruteront avec un intérêt marqué les signes pouvant témoigner d'un essoufflement de la tendance. A ce titre, la capacité des entreprises à résorber les problèmes de chaînes d'approvisionnements sera cruciale, mais c'est probablement sur le front de l'emploi nord-américain que les yeux seront le plus rivés. Un niveau trop faible de créations d'emplois sera perçu comme un risque sur la poursuite de l'expansion économique, tandis qu'une reprise massive des embauches réveillerait le spectre de tensions salariales difficilement absorbables par les marges des entreprises. C'est en effet probablement sur leur capacité à faire passer les hausses de coûts de production aux clients finaux que les entreprises seront attendues en 2022. Jusqu'à présent, l'ensemble des industries est resté extrêmement discipliné sur les politiques tarifaires, et nous pensons que cela devrait rester le cas l'année prochaine. Les marchés finaux devraient encore rester sous contraintes pendant quelques mois, favorisant la capacité des entreprises à négocier leurs prix de vente. Ainsi, nous continuons à prévoir une croissance des profits entre 5% et 10% pour l'exercice 2022, en ligne avec le consensus et plus en phase avec un exercice « normal ».

Nous restons donc constructifs sur l'évolution des marchés actions, même si nous pensons que les facteurs de volatilité[11] rendront l'année plus chahutée. Parmi ceux-ci, il en est un qui fera à coup sûr couler encore beaucoup d'encre : les annonces des Banques centrales. Les politiques monétaires vont en effet se normaliser, mais face à une inflation qui ne cesse de surprendre à la hausse, toute la question sera de savoir ce que feront in fine les Banques centrales. Les marchés ayant une certaine aversion pour l'inconnu, toute nouvelle non anticipée marquera le retour de la volatilité[11], tant sur les marchés actions que sur les taux d'intérêt, ce qui pourrait offrir quelques belles opportunités d'acheter ou de renforcer quelques dossiers à bon compte. Les facteurs géopolitiques joueront probablement un rôle également dans la remontée de la volatilité[11], que ce soient les bruits de bottes aux frontières de l'Ukraine ou dans le Golfe de Taiwan, mais aussi tout ce qui pourrait conduire à maintenir ou renforcer les prix des matières premières à des niveaux élevés.

[11] 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.

Obligations d'entreprises : une préférence pour le haut-rendement[13]



Source: Aviva Investors France, Macrobond, 10 Janvier 2022

Le marché du crédit obligataire a connu une année 2020 faste en termes de performance malgré le choc de la crise sanitaire en mars 2020. Dans une volatilité[12] exacerbée, les marchés des obligations d'entreprises ont largement bénéficié du retour des politiques accommodantes des Banques centrales de par le monde. Elles ont également bénéficié de ces soutiens forts en 2021, mais le gros du rally avait été fait lors du second semestre 2020. Ainsi, 2021 a plutôt été une année de consolidation sur les marchés du crédit, le marché des obligations Haut rendement[13] surperformant assez significativement celui des obligations Investment Grade[13] grâce notamment à un meilleur portage et une baisse de sa prime de risque.

Sur l'année 2022, nous continuons de privilégier les obligations d'entreprises à Haut rendement par rapport à celles dites Investment Grade. En effet, dans un environnement de taux bas et de « spreads » de crédit historiquement serrés, les obligations à haut-rendement offrent des perspectives de rendement attractif et une sensibilité aux taux plus faible que d'autres classes d'actifs obligataires en contrepartie des risques associés. Dans notre scénario central, les « spreads » de crédit devraient s'écarter en 2022, mais l'effet portage devrait compenser l'impact négatif de cet écartement.

Par ailleurs, les prévisions de taux de défaut des entreprises devraient rester à des niveaux historiquement faibles en 2022, selon nos anticipations, ce qui conforte notre préférence pour le haut-rendement. Les entreprises privées ont bien géré la crise sanitaire, devenue crise économique. Elles ont particulièrement bien profité des politiques accommodantes des Banques centrales au cours des deux dernières années pour préfinancer leurs besoins de trésorerie.

Les Banques centrales vont progressivement diminuer leurs politiques accommodantes, mais leur soutien sera toujours un élément moteur de performance pour cette classe d'actifs, plus spécialement en Europe. Ainsi, nous escomptons une performance annuelle positive pour le marché des obligations d'entreprises à Haut rendement, en dépit d'une volatilité[12] accrue en fonction des discours des banquiers centraux. Côté risques, nous serons attentifs aux risques liés aux opérations de fusion/acquisition ou de LBO qui pourraient augmenter en 2022.

A contrario, les obligations d'entreprises Investment Grade ont un portage faible (0,5% annuel) et une sensibilité aux taux plus élevée que celle du Haut-rendement. Bien que la situation financière des entreprises Investment Grade se soit améliorée d'une manière générale (certains secteurs ayant bien évidemment souffert pendant cette crise), le rendement moyen (et donc le niveau de « spread » moyen) est devenu trop faible pour compenser une potentielle hausse des taux. Quels que soient nos scénarios pour 2022, nous n'envisageons pas de performance positive pour cette classe d'actifs. Dans une optique d'investissement dans des actifs peu risqués, nous la privilégions néanmoins aux obligations souveraines dont le rendement moyen est plus faible et la sensibilité aux taux plus élevée.

[12] 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.

[13] 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.

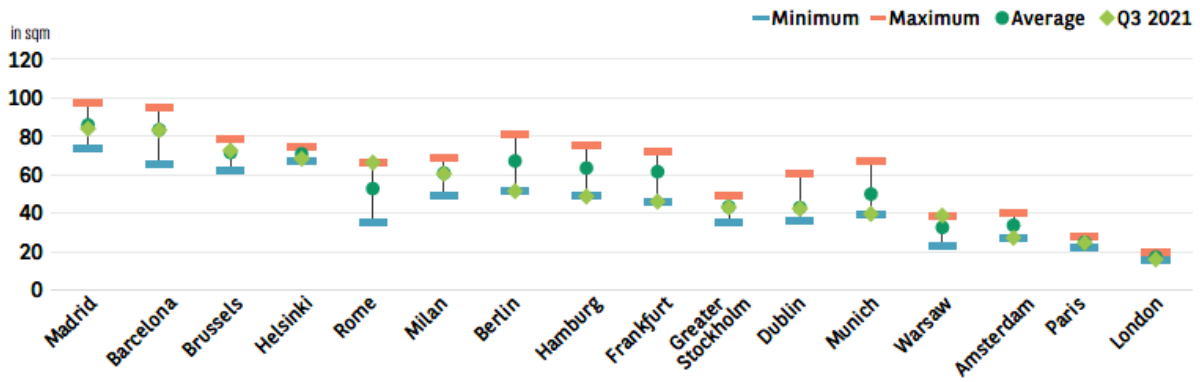
Une accentuation des tendances sur les marchés immobiliers européens

Les investissements sur les marchés immobiliers européens ont repris en 2021 après une baisse liée aux confinements de 2020. Ce marché de l'investissement immobilier va être au moins aussi actif en 2022, porté notamment par la reprise économique en cours en Europe. Les attentes des investisseurs prendront pleinement en compte les grandes tendances que nous avons vu émerger avec la Covid-19, en particulier la hausse du télétravail et l'essor toujours plus important du e-commerce.

- **Le secteur logistique** devrait bénéficier pleinement de cette tendance sur 2022. Le niveau de valorisation des actifs existants est, en ce début d'année, élevé et nous considérerons ainsi également les projets en développement sur ce segment.
- **Les actifs de bureaux**, quant à eux, restent attractifs à condition qu'ils soient de bonne qualité et bien positionnés dans les quartiers centraux d'affaires. La hausse du télétravail touche en effet en priorité les bureaux situés en périphéries, les très grandes surfaces ou les actifs vieillissants.
- **Le segment de la santé** continuera de bénéficier de la tendance structurelle du vieillissement des populations. Cependant, cette hausse impactera les actifs différemment selon leurs types et leurs localisations, très diverses sur ce segment.
- **Les actifs de commerce** vont continuer à connaitre une période difficile, bien que des premiers indicateurs encouragent l'idée que nous arrivions à un plateau en termes de taux de vacance au cours de 2022.
- **Les actifs résidentiels** vont continuer à être recherchés dans les mois à venir (voir tableau ci-dessous). En plus de leurs rendements et de leur volatilité plus faible que sur les autres segments, les actifs résidentiels devraient continuer à bénéficier de la densification des zones urbaines en ce début d'année 2022, en dépit des velléités de s'établir dans des villes de taille moins importantes, facilitées par le télétravail. Comme pour la logistique, nous considérerons tant des actifs existants que des projets de développement.

Enfin, le marché dans son ensemble va continuer à se modifier par la prise en compte toujours plus systématique de l'ESG. En effet, que ce soit par une pression réglementaire grandissante ou que cela vienne directement des clients, la qualité et la durabilité des actifs sera de plus en plus suivie et analysée par les investisseurs. Les meilleurs actifs sur les critères ESG en bénéficieront et verront leur valorisation augmenter, du fait de leur rareté. Investir dans des actifs de grande qualité ou lancer des politiques de rénovations ambitieuses sera donc indispensable pour tirer son épingle du jeu dans la période à venir.

Capacités d'acquisition (en m²) constatées au Q3 2021 en résidentiel par rapport à leurs moyennes de long terme



Sources : National Sources, European Central Bank, Moodys, BNP Paribas Real Estate, données à fin septembre 2021

Les analyses présentées, en date du 10/01/2021, reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Aviva Investors France, 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

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

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document à caractère promotionnel 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 au groupe Aéma à la suite de la cession des activités françaises du groupe Aviva Plc à Aéma 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.

FA21/0262/17062022