

AVIVA INVESTORS FRANCE

Lettre mensuelle Marchés et allocation

Avril 2022



Les marchés en avril

Les actifs à risque ont nettement reflué au mois d'avril. L'inflation persistante, la crainte d'un resserrement monétaire plus rapide que prévu aux Etats-Unis et en Europe, la poursuite de la guerre en Ukraine et les confinements mis en place en Chine ont renforcé la volatilité¹ des marchés. Les actions ont particulièrement souffert de cet environnement anxigène, les investisseurs redoutant un ralentissement économique brutal. Le repli a été spécialement marqué à Wall Street en raison de résultats décevants de certains géants de la technologie et de la remontée des taux qui pèse sur les valorisations du secteur.

Sur le marché obligataire, la pression sur les taux s'est donc renforcée, soutenue par les anticipations de hausse des taux directeurs, plus particulièrement aux Etats-Unis. Le président la Réserve fédérale, Jerome Powell a confirmé son intention d'accélérer la normalisation de sa politique monétaire. Une hausse de 50 points de base est largement anticipée à l'issue de la prochaine réunion du comité de politique monétaire en mai. Ainsi, tous les segments du compartiment obligataire ont souffert, avec une sous-performance des titres à haut rendement² dont l'évolution est également corrélée aux actions.

Dans un tel contexte, le pétrole et le dollar figurent parmi les rares actifs à tirer leur épingle du jeu. Le billet vert a profité de son statut de valeur refuge et du ton plus restrictif adopté par la Réserve fédérale.

Performances à fin avril 2022

Actions (dividendes nets réinvestis)	Avril	2022*
CAC40	-1.41%	-8.05%
Euro Stoxx	-1.70%	-10.49%
S&P 500 en dollars	-8.74%	-13.03%
MSCI AC World en dollars	-8.00%	-12.94%

Taux	Avril	2022*
Jpm Emu Government All Mat.	-3.76%	-8.70%
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corp	-2.74%	-7.56%
Bloomberg Barclays Pan European High Yield en euro	-2.73%	-6.75%

Source : Aviva Investors France, Refinitiv, Bloomberg au 29/04/2022, indices actions dividendes nets réinvestis en devises locales, indices obligataires coupons réinvestis.

*Performances du 31/12/2021 au 29/04/2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Marchés actions

Wall Street a violemment corrigé en avril. Les investisseurs redoutent une récession alors que le Produit Intérieur Brut (PIB) s'est contracté de 1,4% au premier trimestre. Par ailleurs, dans un environnement inflationniste (les prix ont bondi de 8,5% en mars sur un an, au plus haut depuis décembre 1981), les marchés anticipent un relèvement de 50 points de base des taux d'intérêt lors de la prochaine réunion de la Fed au mois de mai. La volatilité¹ a été également entretenue par les résultats en demi-teinte des géants de la tech et la hausse des taux qui pèse sur les valeurs de croissance. Amazon a chuté de 14% en une seule séance, Netflix de 27%³. Au final, le Nasdaq a plongé de 13% en avril, sa plus forte baisse depuis octobre 2008.

En Europe en revanche, les marchés ont un peu mieux résisté en raison du ton un peu plus accommodant de la Banque Centrale Européenne (BCE). De plus, les résultats d'entreprises ont rassuré, à l'image de Nestlé, TotalEnergies, Dassault Systèmes ou encore Worldline³. La victoire d'Emmanuel Macron à l'élection présidentielle, largement anticipée, n'a pas eu d'influence sur les marchés actions.

¹ 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.

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.

³ Les sociétés citées ne le sont qu'à titre d'information. Il ne s'agit ni d'une offre de vente, ni d'une sollicitation d'achat de titres.

La Bourse de Tokyo a suivi la tendance baissière générale malgré le soutien apporté par la baisse du yen et la détermination de la Banque du Japon (BoJ) à soutenir son économie.

Du côté des marchés émergents, les indices sud-américains ont plié dans le sillage de Wall Street. Même constat pour les actions asiatiques qui ont souffert en outre des stricts confinements mis en place en Chine pour lutter contre la pandémie.



Marchés obligataires⁴

La remontée des taux longs s'est accélérée partout dans le monde et aux Etats-Unis au premier chef. Le rendement du taux à 10 ans américain a bondi de près de 60 points de base à 2,93%, soutenu par les anticipations de hausse des taux directeurs de la Réserve fédérale. Pour tenter d'endiguer l'inflation, le président de la Banque centrale, Jerome Powell s'est déclaré favorable à une remontée plus rapide que prévu des taux. Il a prévenu qu'une hausse de 50 points de base était très probable lors de la prochaine réunion de comité de politique monétaire en mai.

En Europe, la progression des taux est elle aussi significative dans le sillage du taux à 10 ans américain. Par ailleurs, la Banque centrale européenne (BCE) continue de surveiller de près l'évolution des anticipations d'inflation. Loin de son objectif de 2%, l'inflation dans la zone euro a atteint 7,4% sur un an en mars, son plus haut niveau depuis l'introduction de la monnaie unique, renforçant la pression en faveur d'un resserrement de la politique de la BCE. Le rendement du Bund allemand a grimpé de près de 40 points de base à 0,94%. Même tendance en France pour l'OAT (Obligation Assimilable du Trésor) dont le rendement a grimpé de plus de 48 points de base à 1,46%. Les rendements des dettes des pays « périphériques », considérés comme plus risqués n'ont pas échappé à ce mouvement haussier. Sur le mois, la dette italienne a vu son taux 10 ans s'apprécier de plus de 74 points de base à 2,77%.

Sur le marché de la dette d'entreprise en Europe, la performance des obligations les moins risquées (Investment Grade⁵) a continué de pâtir de la remontée des taux longs. La performance du segment de la dette considérée comme la plus risquée, le High Yield⁵, a souffert de la correction des marchés actions.

Le scénario économique

Premier trimestre en trompe l'œil

Le conflit entre l'Ukraine et la Russie s'installe dans la durée à mesure que les rapports de force s'équilibrent grâce au soutien financier et militaire de plus en plus massif des pays occidentaux à l'Ukraine. La durée du conflit invite d'ores et déjà à écarter un scénario macroéconomique optimiste pour la zone euro en 2022 lié à une résolution rapide de la guerre.

En avril, l'inflation s'est élevée à 7,5% en zone euro comme en mars sur un an et devrait se maintenir à ces niveaux très élevés tout au long du deuxième trimestre. Si la moitié de cette inflation est liée à l'énergie, la diffusion des prix des intrants dynamise fortement l'inflation sous-jacente qui atteint 3,5% soit son plus haut niveau depuis 1998. La bonne nouvelle est que le pic d'inflation sera probablement atteint ce trimestre. Aux Etats-Unis, l'inflation, qui a atteint 8,5% en mars sur un an, dont 6,5% d'inflation sous-jacente, devrait également diminuer dans les prochains mois sous réserve que les prix de l'énergie se stabilisent et que les reconfinements en Chine n'engendrent pas une réaccélération trop forte des tensions d'approvisionnement. Dans ces deux zones, les risques restent orientés à la hausse et les répercussions mondiales d'un embargo sur le pétrole russe restent à surveiller.

Les premières estimations de comptabilité nationale de l'activité économique au premier trimestre 2022 présentent un diagnostic en trompe l'œil sur les économies européenne et américaine. En zone euro, le PIB a progressé de 0,2% (après 0,3% fin 2021), ce qui porte l'acquis de croissance à 2,1%. Si la stagnation a été évitée, nous notons qu'un mois de guerre a suffi à ralentir sensiblement le rattrapage économique post Covid alors même que certains pays comme l'Espagne sont encore très loin de leurs niveaux d'activité d'avant la pandémie et que ce trimestre a bénéficié de la réouverture post Covid. Si nous

⁴ Source Bloomberg, données au 29.04.2022

⁵ 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.

maintenons que le scénario de récession technique⁶ en zone euro n'est pas le scénario central, nous pensons toujours que le plein impact de la guerre devrait se matérialiser ce trimestre.

En miroir, la contraction du PIB de -1,4% en rythme annualisé du PIB américain au premier trimestre (après la hausse de 6,9% publiée au quatrième trimestre 2021) ne doit pas inquiéter sur la santé de l'économie américaine : ce sont les stocks et le commerce extérieur net qui expliquent cette contraction, en pesant au total à hauteur de 4 points à la croissance, tandis que la demande intérieure privée américaine continue de croître à belle allure.

Les enquêtes de conjoncture d'avril sont marquées par le contraste entre la confiance des ménages et le climat des affaires, notamment en zone euro. Si la première a particulièrement chuté, le second demeure bien au-dessus de son seuil d'expansion d'activité, toujours porté par la réouverture dans les services.

Aux Etats-Unis, l'arrivée de nouvelles données conjoncturelles ne devrait pas remettre en cause la normalisation de la politique monétaire. Les taux directeurs ont d'ailleurs été relevés de 50 pb dès le comité de politique monétaire du 4 mai, et les hausses des taux devraient continuer sur le reste de l'année et en 2023. En parallèle, la normalisation du bilan de la Fed devrait se faire à un rythme bien plus rapide par rapport à la période 2017/2019, de l'ordre de 95 milliards de dollars par mois contre 10 à 50 milliards sur le cycle précédent. Le resserrement des conditions monétaires doit permettre à l'économie américaine de ralentir et donc de calmer l'inflation de demande qui s'est créée dans la dernière année grâce à l'amélioration spectaculaire du marché de travail. Toutefois, l'ajustement de l'économie réelle n'est pas immédiat. En général, il faut entre un an et deux ans pour voir les effets des hausses des taux, c'est donc à partir de la deuxième partie de 2023 que le ralentissement aux Etats-Unis devrait s'accroître et où les risques vont s'accumuler.

En zone euro, la normalisation demeure davantage fonction de la conjoncture à venir et notamment de la dynamique des salaires et des anticipations d'inflation. Lors du comité de politique monétaire du 22 avril, Christine Lagarde a confirmé que la fin du programme d'achat d'actifs devrait avoir lieu en toute probabilité dans le courant du troisième trimestre. Nous pensons qu'en juin, la BCE pourrait annoncer la fin du programme d'achat de titres et cela laisse la porte ouverte à la normalisation des taux directeurs à l'occasion des réunions suivantes.

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

Au sein des portefeuilles multi-actifs gérés activement qui se comparent a posteriori à des indicateurs de référence, **nous continuons de rester prudents en raison du contexte actuel marqué par une volatilité⁷ accrue.**

Le risque géopolitique demeure au centre des préoccupations des marchés financiers. Ce risque impacte significativement les prévisions macroéconomiques et en particulier celles de la zone euro avec des révisions baissières pour la croissance. La poursuite du conflit en Ukraine et les sanctions occidentales contre la Russie accentuent les pressions inflationnistes déjà fortes à l'image de l'envolée des cours des matières premières. A ces craintes s'ajoute la remontée des taux d'intérêt liée à la perspective d'un resserrement monétaire des principales banques centrales.

La Fed devrait poursuivre le resserrement de sa politique monétaire pour porter ses taux directeurs au moins à 2% en fin d'année. En revanche, en zone euro, la BCE devrait maintenir une politique monétaire toujours accommodante, en se laissant la flexibilité d'agir en fonction de la situation en Ukraine et de l'évolution de l'inflation. Nous pensons que le scénario le plus probable reste une fin du programme d'achat de titres en juin puis d'une hausse des taux au dernier trimestre.

Notre vision stratégique reste prudente. Nous pensons que l'expansion économique se poursuivra mais à un rythme bien moins soutenu par rapport à notre scénario central d'avant-guerre. Aussi, nous attendons une stabilisation de la situation géopolitique ainsi que des catalyseurs marqués pour nous repositionner avec conviction sur la direction des marchés actions en particulier.

⁶ Une économie est dite en récession technique lorsque le PIB diminue pendant deux trimestres consécutifs ou plus.

⁷ 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.

Sur les actions, nous restons proches de la neutralité. Nous avons maintenu une position d'arbitrage entre les petites et les grandes capitalisations américaines. Après un début d'année très difficile pour elles, nous continuons de penser que les petites et moyennes capitalisations affichent une décote excessive compte tenu de la solidité du cycle économique aux Etats-Unis ainsi qu'un biais domestique recherché en période de tensions internationales. En Europe, nous avons initié une position d'arbitrage en faveur des valeurs pétrolières contre les actions européennes pour profiter de la hausse des matières premières.

Nous avons aussi conservé notre position qui favorise les actions chinoises mais dorénavant par rapport aux actions européennes car nous sommes convaincus que Pékin est déterminé à soutenir une croissance affaiblie par la résurgence du Covid. Nous surveillons par ailleurs la position de la Chine dans le contexte de risques géopolitiques.

Sur les taux souverains, nous avons conservé notre opinion légèrement négative en termes de durée⁸ pour se protéger contre les potentielles hausses des taux compte tenu des fortes tensions inflationnistes. A cet égard, nous restons positionnés sur les points morts d'inflation dans la perspective d'une accélération des anticipations d'inflation. Nous tablons sur l'aplatissement de la courbe des taux, aux Etats-Unis comme en Europe. Nous pensons en effet que la Fed et la BCE seront obligées de resserrer rapidement leurs politiques monétaires respectives face à l'inflation. Enfin, nous conservons une position acheteuse sur les obligations chinoises.

En ce qui concerne les obligations d'entreprises, nous conservons notre vision positive sur les obligations d'entreprises à « Haut rendement »⁹ en Europe. Si leur performance reste dans le rouge depuis le début de l'année, nous pensons qu'elles se comportent mieux que les obligations souveraines ou le crédit Investment Grade⁹.

Achevé de rédiger le 4 mai 2022. Données chiffrées au 29/04/2022

⁸ La durée correspond à la durée de vie moyenne pondérée d'une obligation ou d'un portefeuille d'obligations exprimée en années.

⁹ 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.

Informations Importantes

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

Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Abeille Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie.

Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Abeille Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées.

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

FA22/0082/03112022