

AVIVA INVESTORS FRANCE

# Lettre mensuelle Marchés et allocation

---

Février 2022



# Les marchés en février

**Le 24 février, la décision de la Russie d'envahir l'Ukraine a provoqué une onde de choc sur les marchés financiers.** La volatilité<sup>1</sup> observée depuis le début de l'année liée à l'accélération de l'inflation et aux anticipations de hausse des taux directeurs s'est considérablement amplifiée après l'offensive aussi inattendue que brutale de Vladimir Poutine et l'annonce des premières sanctions occidentales contre l'économie russe. Les actions européennes ont plus particulièrement souffert en raison des relations commerciales entre la zone euro et la Russie et de la dépendance du Vieux Continent aux matières premières importées de Russie (énergie et céréales). Le pétrole a notamment dépassé le seuil des 100 dollars le baril pour la première fois depuis juillet 2014. Sur les marchés obligataires, la réaction a été tout aussi rapide que l'attaque russe et la riposte occidentale. Orientés à la hausse depuis le début de l'année, le rendement des emprunts d'États jugés les plus sûrs, bon du Trésor américain en tête, a vivement corrigé en raison du regain soudain de l'aversion pour le risque. Cette fuite vers la qualité a également bénéficié à d'autres actifs dits « refuges » comme l'or, le yen et le dollar face à l'euro. A contrario, le segment de la dette d'entreprise, et notamment la plus risquée, a subi en Europe la montée en flèche de l'incertitude causée par l'aggravation de la crise géopolitique.

## Performances à fin février 2022

Actions (dividendes nets réinvestis)	Février	2022*
CAC40	-4.86%	-6.83%
Euro Stoxx	-5.18%	-8.73%
S&P 500 en dollars	-3.04%	-8.08%
MSCI AC World en dollars	-2.58%	-7.37%

Taux	Février	2022*
Jpm Emu Government All Mat.	-1.85%	-2.90%
Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corp	-2.51%	-3.80%
Bloomberg Barclays Pan European High Yield en euro	-2.82%	-4.15%

Source : Aviva Investors France, Refinitiv, Bloomberg au 28/02/2022, indices actions dividendes nets réinvestis en devises locales, indices obligataires coupons réinvestis.

\*Performances du 31/12/2021 au 28/02/2022. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



## Marchés actions

**Wall Street**, déjà fragilisée par la perspective d'une normalisation monétaire plus rapide qu'attendu, n'a pas résisté à l'aggravation de la crise géopolitique. Le S&P 500 et le Nasdaq ont enregistré leurs plus fortes baisses sur deux mois depuis le krach provoqué par la pandémie en mars 2020.

**La chute des actions a été encore plus marquée en zone euro** du fait de sa proximité géographique avec le théâtre des opérations. Les investisseurs redoutent par ailleurs que les entreprises européennes soient durablement impactées par les sanctions internationales contre la Russie. Le Vieux continent et principalement l'Allemagne et l'Italie, sont de plus particulièrement dépendants du gaz et du pétrole russes. D'un point de vue sectoriel, la dernière semaine a été très difficile pour les valeurs financières, le transport et le tourisme. Les valeurs de la défense, au contraire, ont tiré leur épingle du jeu dans la perspective d'un prochain afflux de commandes.

**La Bourse de Tokyo a accusé un repli plus mesuré** que les Bourses occidentales, bénéficiant d'une moindre exposition à la Russie et de la stabilité du yen face au dollar.

**Les marchés émergents ont bénéficié de la résistance des actions chinoises** liée au soutien appuyé de Pékin à son économie.

<sup>1</sup> La volatilité correspond au calcul des amplitudes des variations du cours d'un actif financier. Plus la volatilité est élevée, plus l'investissement sera considéré comme risqué.



## Marchés obligataires <sup>2</sup>

**La hausse des taux des emprunts d'États** considérés comme les plus sûrs liée à l'accélération de l'inflation (+7,5% aux Etats-Unis en janvier, au plus haut depuis quarante ans) et à la perspective d'une première hausse des taux de la Réserve fédérale en mars **s'est brutalement interrompue le 24 février**, avec l'annonce de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et les premières sanctions économiques infligées par l'Occident sur l'économie russe. Aux Etats-Unis, le rendement du bon du Trésor à 10 ans a dépassé mi-février le seuil des 2% pour la première fois depuis fin 2019 avant de terminer le mois à 1,825%.

En Europe, le Bund a connu la même trajectoire. Après avoir atteint mi-février son plus haut niveau depuis fin 2018 au-dessus de 0,30% (contre 0,007% fin janvier), le rendement allemand s'est replié pour terminer le mois à 0,13%, soit un gain mensuel de 12 points de base. En France, le rendement de l'OAT (Obligations Assimilables du Trésor) à 10 ans achève le mois à 0,60%, loin de son niveau atteint mi-février proche de 0,80%, jamais vu depuis 2018. Les rendements des dettes des pays « périphériques » ont suivi la tendance. Sur le mois, la dette italienne, considérée comme plus risquée que son homologue française, affiche une progression mensuelle du taux 10 ans de 41 points de base à 1,70%.

**Sur le marché de la dette d'entreprise en Europe**, la performance des obligations les moins risquées (Investment Grade<sup>3</sup>) a souffert du regain d'incertitude. Le repli est plus marqué sur le segment de la dette considérée comme la plus risquée, le High Yield<sup>3</sup>.

## Le scénario économique

**Pendant des semaines le risque géopolitique était resté en retrait, il est actuellement la plus grande préoccupation des marchés financiers, et la nôtre.**

Les troupes du Kremlin se dirigent vers Kiev, et les combats sur le terrain s'intensifient. À la vue des évolutions, il est plausible que le Kremlin veuille écarter l'actuel gouvernement ukrainien, pour imposer un gouvernement qui protège les intérêts russes. Les hostilités pourraient donc durer pendant un certain temps. En réaction, les pays occidentaux ont imposé des sanctions à la Russie.

Plusieurs scénarios peuvent être envisagés, y compris les scénarios extrêmes : celui d'une extension du conflit en Europe ou au contraire celui d'un accord de paix rapide. En effet des négociations entre l'Ukraine et la Russie ont été entamés, même si à l'heure où ce document est écrit, il n'y a encore aucun résultat.

Les principales sanctions imposées par les États-Unis concernent :

1. Le gel des actifs aux États-Unis des 2 premières banques russes (VTB et Sberbank) et 3 autres institutions financières.
2. L'extension de l'interdiction d'effectuer des transactions sur la dette publique russe à 11 sociétés publiques russes et à deux sociétés financières privées.
3. Des mesures commerciales comme l'interdiction d'exporter des technologies vers la Russie.

Des restrictions à l'exportation seront également appliquées à 49 agences militaires russes, qui seront ajoutées à la liste noire.

L'Union européenne a imposé des sanctions similaires à celles des Etats-Unis. Des sanctions individuelles ont été imposées aux hommes politiques et aux fonctionnaires russes, dont le Président Poutine. Il a été également décidé de geler les actifs de la Banque centrale russe, compromettant ainsi sa capacité à intervenir pour soutenir le rouble. Pour défendre la devise, la Banque centrale russe a été obligée d'augmenter le taux directeur de 9.5% à 20%.

Le sujet le plus controversé en Europe a été la fermeture du système de paiement interbancaire SWIFT, qui pourrait limiter les échanges de gaz et de pétrole. Dans la liste des sept banques impactées, il n'y a pas Sberbank et GazpromBank. Il a été difficile de trouver un accord, puisque les sanctions ont des répercussions aussi sur les pays qui les imposent. Au sein de la zone euro, l'Allemagne et l'Italie sont les deux pays qui importent le plus de gaz de la Russie et aussi les deux pays qui ont le plus d'échanges commerciaux (de biens industriels notamment) avec la Russie. L'isolement économique et financier de la Russie pourrait encore s'accroître si la liste des sanctions est durcie dans les jours à venir.

<sup>2</sup> Source Bloomberg, données au 28.02.2022

<sup>3</sup> Les obligations spéculatives à « Haut rendement », ont une note de crédit (de BB+ à D selon Standard & Poor's et Fitch) plus faible que les obligations « Investment Grade » (notées de AAA à BBB- selon Standard & Poor's et Fitch) en raison de la santé financière plus fragile de leurs émetteurs selon les analyses des agences de notation. Elles sont donc considérées comme plus risquées par les agences de notation et offrent en contrepartie des rendements plus élevés.

**Le poids de la Russie et de l'Ukraine à l'échelle de l'économie mondiale est très faible : 2.8% et 0.4% respectivement.**

Le poids total des exportations de l'Europe et l'exposition du système financier de la zone euro à la Russie/Ukraine sont également faibles.

**D'un point de vue macroéconomique, toutes ces tensions ont accru les risques inflationnistes à court terme, mais également accentué les risques à la baisse sur la croissance.**

A court terme, le pic d'inflation qu'on attendait dans le courant du premier trimestre pourrait être encore décalé. L'envolée des prix énergétiques (gaz et pétrole en premier lieu) et ceux des denrées alimentaires (comme le blé ou le maïs) nous portera à réviser très probablement nos prévisions d'inflation pour 2022 à la hausse. L'impact sur les prix à moyen terme est plus incertain, puisque les effets négatifs qu'une escalade de la crise ferait peser sur la croissance et la confiance des investisseurs pourrait amortir les effets de second tour sur l'inflation.

Les risques à la baisse sur la croissance sont liés à l'impact négatif d'une nouvelle flambée des prix énergétiques sur la consommation (perte de pouvoir d'achat) et sur les investissements ainsi que les effets indirects des sanctions sur les différents secteurs d'activité.

**Nous révisons actuellement nos perspectives économiques en fonction des évolutions de l'actualité.** Toutefois, il est important de souligner que, dans un scénario de risques contenus, la modération de la croissance ne remettrait pas en cause selon nous la poursuite de l'expansion économique. Les enquêtes conjoncturelles aux Etats-Unis et en Europe en février signalent toujours une bonne tenue de l'activité économique dans le secteur manufacturier et une bonne reprise de celui des services après la vague Omicron.

**Les risques haussiers sur l'inflation et baissiers sur la croissance compliquent encore plus la gestion de la politique monétaire des Banques centrales.** En effet, un resserrement de la politique monétaire ne peut rien contre un choc exogène tel que la hausse des prix des matières premières. Les événements récents pourraient conduire la BCE à une communication plus équilibrée lors de la réunion du 10 mars. Les annonces attendues sur la normalisation anticipée de la politique monétaire, compte tenu des risques sur la croissance, pourraient être décalées. Aux Etats-Unis, la guerre en Ukraine ne devrait pas peser beaucoup sur la décision de la Réserve fédérale américaine (Fed) en mars. Nous continuons à penser que la Fed relèvera ses taux directeurs, toutefois l'amplitude de la normalisation de la politique monétaire sur le reste de l'année dépendra de l'évolution de la situation géopolitique et économique.

## 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 restons prudents à court terme sur les actions mais positifs sur un horizon de fin d'année.**

Le risque géopolitique que nous avons déjà mentionné le mois dernier est dorénavant 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. Nous estimons que le conflit en Ukraine et les sanctions occidentales contre la Russie sont également de nature à accentuer les pressions inflationnistes déjà fortes à l'image de l'envolée des cours des matières premières.

Côté Banques centrales, la Fed devrait relever ses taux en mars afin de contrôler l'inflation qui fait désormais apparaître des « effets de second tour ». En revanche, en zone euro, la BCE devrait maintenir une politique monétaire toujours accommodante en raison de la situation en Ukraine.

**Notre vision stratégique reste constructive pour 2022.** Nous pensons que l'expansion économique se poursuivra à un rythme toujours robuste, mais moins soutenu que l'année dernière. Les publications de résultats du quatrième trimestre des entreprises ont été globalement solides, signe de la qualité de leurs fondamentaux. Ainsi, nous continuons de penser que 2022 devrait profiter aux actions à la condition que les impacts récessifs restent mesurés.

**Sur les actions, nous avons mis en place, de manière préventive, des protections en cas de baisse prononcée des marchés qui se sont révélées efficaces.**

Nous avons également initié une position d'arbitrage entre les petites et les grandes capitalisations américaines. Après un début d'année très difficile pour elles, nous pensons 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.

Nous avons conservé notre position qui favorise les actions chinoises par rapport aux autres actions émergentes car nous sommes convaincus que Pékin est déterminé à soutenir la croissance. La Banque de Chine a d'ailleurs encore injecté des liquidités courant février. Nous surveillons par ailleurs la position de la Chine dans le contexte de risques géopolitiques.

**Sur les taux souverains, nous avons maintenu notre opinion légèrement négative. Nous continuons de penser que les taux vont progresser en 2022 mais peuvent néanmoins trouver du soutien dans un contexte de hausse de l'aversion au risque à court terme.**

A l'international, nous maintenons notre position qui vise à capter l'écart de politique monétaire entre les Etats-Unis et la zone euro. Enfin, nous conservons une position acheteuse sur les obligations chinoises.

En ce qui concerne les obligations d'entreprises, malgré la sous-performance récente de la classe d'actif, nous conservons une vision positive sur les obligations d'entreprises à «Haut rendement<sup>3</sup>» en Europe.

Enfin, sur le marché des changes, nous restons positifs sur les devises liées aux matières premières comme la couronne norvégienne. Nous maintenons également une position d'arbitrage entre le dollar australien et le dollar néo-zélandais.

*Avertissement : la politique d'allocation présentée concerne les fonds multi-actifs gérés par Aviva Investors France (y compris les fonds profilés). L'horizon d'investissement de cette politique d'allocation est à court terme et peut évoluer à tout moment. Cette politique de gestion ne constitue donc pas une indication pour construire une allocation de long terme d'un client.*

*Achévé de rédiger le 3 mars 2022. Données chiffrées au 28/02/2022*

## 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.

FA22/0042/03092022