



Des marchés financiers sous très haute tension

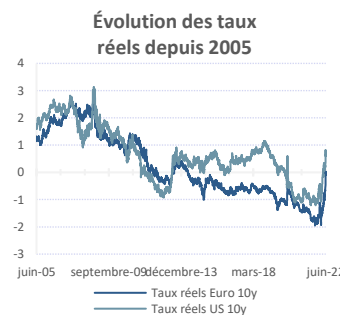
La crise inflationniste que nous traversons change la structure même des équilibres financiers que nous avons connu depuis environ une vingtaine d'année. Cette hausse des prix a de multiples causes : crise du Covid, rupture des chaînes d'approvisionnement, Guerre en Ukraine, manque d'investissement dans les énergies fossiles etc... avec des répercussions sur l'ensemble des actifs financiers.

Conséquence directe de cette inflation, les banquiers centraux ont tous (ou presque tous) drastiquement changé de ton lors des derniers mois :

- **États-Unis** : la Fed a augmenté son taux directeur de 150 points de base. Elle a signalé vouloir continuer sa politique monétaire restrictive pour arriver à un taux directeur autour de 3-3.5%, tout en diminuant son bilan.
- **Europe** : la BCE abandonne son programme d'achat d'actifs et a annoncé ses premières hausses de taux en juillet.
- **Suisse** : la banque nationale a commencé à remonter ses taux et il est possible qu'elle soit rejointe dans peu de temps par la banque centrale japonaise qui ne se satisfait pas de la forte dépréciation du yen.

Ce durcissement généralisé des politiques monétaire entraine logiquement des conditions financières moins accommodantes avec des taux réels en forte augmentation au cours des dernier mois (voir ci-contre taux réels à 10 ans Euro et US).

Depuis 2008 nous avons vécu avec un risque inflationniste proche de zéro et des banques centrales très accommodantes, ce qui a permis aux taux réels de baisser et de favoriser les valorisations de l'ensemble des actifs financiers (immobilier, crédit, actions, etc..). Cette tendance est maintenant derrière nous, et cela devrait rester le cas tant que l'inflation restera le problème principal des banquiers centraux.



Une inflation en forte hausse, des prix de l'énergie au plus haut pour le consommateur et des conditions de crédit de plus en plus restrictive, tout cela a un impact négatif sur la croissance au sens large et plus particulièrement sur le consommateur. La consommation reste encore soutenue dans la plupart des économies développées, États-Unis en tête, grâce à l'épargne accumulée à la suite des différents plans de soutien, mais il est très probable qu'elle diminue graduellement dans les mois qui viennent. C'est d'ailleurs la volonté des banquiers centraux qui souhaitent que la demande s'effrite afin de freiner les pressions inflationnistes dont la source est **pourtant principalement liée à des problématiques d'offre**. Ce constat est surtout vrai en Europe avec une demande montrant déjà des signes tangibles de fort ralentissement. N'ayant aucun moyen d'agir sur l'offre, les banques centrales vont donc tenter d'atteindre un objectif difficile : ralentir l'économie sans pour autant provoquer une récession ; un **équilibre historiquement difficile à atteindre**.

Au vu de tous ces éléments, il nous semble très probable que les prévisions de croissance continuent à baisser à moyen terme, ce qui devrait entrainer une baisse des estimations de bénéfice des sociétés qui auront du mal à contrer un financement plus cher, des marges sous pression et une consommation dont l'élasticité prix devrait aller en s'accroissant. La baisse des actifs risqués reflète aujourd'hui le durcissement des conditions financières mais pas encore ces baisses de bénéfice, **il nous semble donc trop tôt pour passer positifs sur les actifs crédit ou actions et ce malgré des baisses déjà prononcées**. La baisse des pressions inflationnistes nous semble être la condition *sine qua non* pour que les marchés financiers se stabilisent, et il est aujourd'hui extrêmement difficile d'avoir une opinion éclairée à ce sujet étant donné les déterminants de cette inflation



François RIMEU
Stratégiste
La Française AM

QUELS IMPACTS SUR NOS GESTIONS ?

GESTION HAUT RENDEMENT

Depuis le début d'année la performance des indices High Yield varient entre -11% à -16% selon les régions¹. La hausse des spreads d'environ 200 points de base couplée à la hausse des taux sans risque a eu un impact significatif sur la classe d'actifs.

Le High Yield émergent notamment en Asie, en raison de la situation particulière en Chine, sous-performe l'ensemble des autres régions. D'un point de vue sectoriel, hormis les énergies fossiles et matières premières qui profitent du contexte actuel, l'ensemble des secteurs sont pénalisés en particulier la distribution ; l'industrie et autres secteurs sensibles à la hausse des taux d'intérêt comme l'immobilier.

Notre scénario central intègre une poursuite des politiques monétaires restrictives de la part des banques centrales pour juguler la pression inflationniste (même si une grosse partie de la hausse des taux a été intégrée par les marchés) et un risque de dégradation du contexte économique dont l'ampleur sera différente selon les pays.

Ce faisant, nous essayons d'adapter le positionnement des portefeuilles High Yield de la manière suivante :

- **Zones géographiques** : en Europe, nous privilégions les pays « Core » et restons très prudent sur les périphériques notamment l'Italie. Le marché américain nous semble plus immune que le marché High Yield Euro car moins impacté par le conflit en Ukraine. Les arbitrages vers le High Yield US sont faits au cas par cas pour tenir compte de la forte hausse du coût de couverture EUR/USD. Les expositions aux marchés émergents sont inchangées et portent majoritairement sur le High Yield asiatique et LATAM. Nous n'avons pas d'exposition à l'Europe de l'Est et l'Asie centrale (CEMEA). Nos seules expositions sur des émetteurs émergents en Europe portent sur la Slovénie et Croatie. Enfin, notre exposition sur les émetteurs africain varie de 1% à 3% et porte majoritairement sur du souverain. Globalement, nous n'envisageons pas d'augmenter nos expositions sur les émergents à court-moyen terme (3 à 6 mois).
- **Secteurs** : nous privilégions les secteurs les moins cycliques comme les Technologies Medias et Télécommunications (TMT) ; les services et la pharmacie. Nous restons prudents sur les secteurs les plus cycliques comme l'automobile ; la distribution (retail) ; l'industrie. Nous privilégions dans ce cas les émetteurs les plus solides (best in class) qui disposent d'une bonne liquidité pour faire face à un retournement du cycle.

GESTION DE DETTE SUBORDONNÉE

Les performances des segments de dettes subordonnées depuis le début de l'année ne font pas exception au reste du marché et s'affichent en territoire très négatif, avec -14,7% sur les AT1 CoCos €, -14,4% sur les subordonnées d'assurance, -14,3% sur les dettes Corporates Hybrides et -11,8% sur les Tier 2 bancaires (indices Markit iBoxx)². Depuis le début du mois de juin, l'accélération de la baisse est très prononcée, avec une performance de -6,8% sur les AT1€, -5,3% sur les Corporates Hybrides, -4,8% sur les subordonnées d'assurance et -4,4% sur les Tier 2. Il est à noter la surperformance relative des AT1\$, qui affichent un recul moindre en juin de 3,9%.

Le dénominateur commun de ce mouvement est clair : la volatilité actuelle sur les taux européens et américains, qui se transmet aussi aux classes d'actifs actions et au crédit dit High Beta (voir graphique ci-dessous). Selon nous, tant que la volatilité demeurera sur de tels niveaux, les valorisations des dettes subordonnées ne pourront pas se redresser durablement, bien que des rebonds brefs et peu liquides puissent se manifester. Si l'on considère le « beta » normalement plus élevé des AT1, nous aurions pu nous attendre à des sous-performances plus importantes, mais le segment a bénéficié de sa duration moyenne plus courte et d'une composante spread plus élevée par nature, qui a permis de mitiger quelque peu la volatilité des taux.

Les fourchettes des titres subordonnées sont plus larges que d'ordinaire, bien que l'on ne sente pas la présence de « vendeurs forcés » sur ces segments, ce qui rend la liquidité accessible, contrairement à la

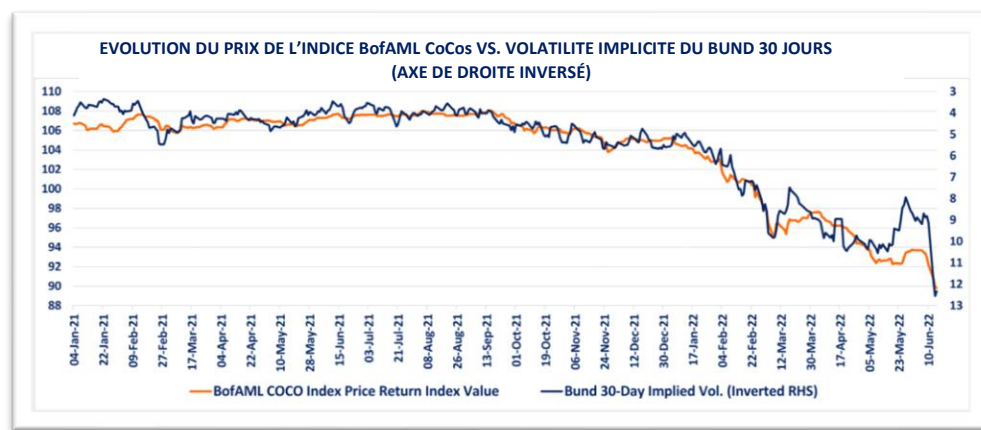
¹ source Bloomberg, données au 15 Juin 2022

² source Bloomberg, données au 16 Juin 2022

chute très brutale vécue en février-mars 2020 par exemple. Cela s'explique par (i) des dynamiques de flux maîtrisées, progressives normales dans un contexte de resserrement des taux, (ii) des fondamentaux stables sur les émetteurs et (iii) des valorisations à des niveaux très élevés. Sur ce dernier point, les AT1€ ont par exemple retrouvé un rendement au call moyen de 8.8%³, soit un niveau seulement atteint en mars-mai 2020 et en 2016.

L'exacerbation des écartements de spreads et des rendements au call vient de probabilités de calls plus du tout « pricées » par le marché, et ce quels que soient les segments de subordination. Nous considérons que plus de 80% du gisement des dettes subordonnées traite avec des prix sous le pair (valeur de remboursement). Cela signifie qu'un rebond de marché plus général devrait se traduire par un rebond plus fort de ces titres « callables », en raison de leur convexité.

Dans cet environnement, nous évitons les titres subordonnés avec des dates de calls proches, dont les prix pourraient sous-performer à mesure que leur échéance se rapproche, nous allégeons les AT1 italiennes (qui étaient déjà peu représenté) et nous réhaussons notre allocation en AT1 libellées en \$ et en AT1 € sur des dates de calls intermédiaires et avec des niveaux de coupons plus défensifs.



Source : Bloomberg, La Française AM. Données au 15 Juin 2022. Les performances passées ne sont pas une indication fiable des résultats futures

GESTION OBLIGATAIRE ESG

Les différents marchés obligataires Investment Grade, subordonnées Tier 2 bancaires et High Yield BB-B sont respectivement négatifs en performance absolue depuis le début de l'année à -12.1%, -12.3% et -13.5%⁴.

Ces conditions de marché ont logiquement impacté nos solutions. Ceci s'explique par deux facteurs, celui de la sensibilité obligataire dans un premier temps, qui a pesé sur la valorisation des actifs depuis le début de l'année et de la composante prime de risque (spread) qui s'est écartée, et particulièrement depuis le début du mois. En effet le contexte hyper inflationniste et les réponses associées des banques centrales, dans un environnement européen de fragilité géopolitique ont accéléré les peurs associées au risque de récession.

A la vue de notre scénario central mentionné en introduction, nous avons opéré des mouvements en portefeuille, et nous continueront à le faire en fonction des fenêtres de liquidité, qui recourent les thèmes suivants :

- Sur la partie High Yield, prudence sur l'exposition périphérique et sur les secteurs les plus cycliques vers de l'exposition plus « core » et défensive sur les secteurs, comme expliqué dans la partie dédiée au High Yield.
- Sur la partie Investment Grade/Subordonnées datées, une grande partie de la hausse des taux est intégrée par le marché et leurs niveaux de valorisation actuels deviennent attractifs dans un contexte où cette partie du gisement est plus faiblement exposé aux risques de dégradation des capacités de remboursement des émetteurs.

³ source Bloomberg, données au 16 Juin 2022

⁴ source Bloomberg, données au 15 juin 2022

GESTION ACTION

Dans cet environnement très volatile, les marchés actions affichent une performance en net retrait depuis le début de l'année amplifiée à la suite des récentes données économiques mal orientées. Dans ce contexte, la rotation de style en faveur des titres à faible valorisation s'est poursuivie impliquant une nette sous performance des titres dits « verts », de croissance et à valorisations élevées.

D'un point de vue géographique, aucune zone n'est épargnée par le mouvement baissier, les indices américains affichant les plus fortes baisses, suivis des indices européens et asiatiques. D'un point de vue sectoriel, sans surprise, les secteurs affichant des performances positives depuis le début de l'année sont l'énergie, les services aux collectivités et les matières premières, soutenus par les hausses des cours du pétrole et des matériaux de base ainsi que la nécessité de développement d'énergies renouvelables. La consommation cyclique (impactée par l'inflation et les chaînes d'approvisionnement), les valeurs technologiques (durée longue) et l'immobilier (hausse de taux) sous performant nettement sur la période.

En ligne avec notre scénario central et les objectifs de la stratégie, nous avons modifié nos expositions et poursuivrons les mouvements en fonction des conditions de marché :

- **Zones géographiques** : l'exposition européenne a été réduite à la suite de l'émergence du conflit, en particulier les valeurs plus cycliques et donc plus exposées à la situation actuelle. Nous avons réduit notre exposition sur la partie américaine et avons légèrement augmenté notre exposition à la Chine à la suite des annonces de réouverture et de plans de soutien à l'économie. Les deux plus fortes pondérations sont sur les Etats Unis et l'Europe.
- **Secteurs** : nous avons réduit notre surpondération sur l'immobilier (impacté par les hausses de taux) et les valeurs industrielles (impactées par l'inflation, les tensions sur la chaîne d'approvisionnement et les craintes de ralentissement) pour nous repositionner sur des secteurs plus défensifs (télécommunications) tout en maintenant un tilt sur des titres de réouverture ou bénéficiant des plans de relance.

CONCLUSION

Si les pressions inflationnistes inédites ont poussé les banquiers centraux à un radical changement de leur politique monétaire, force est de constater que la multiplication des discours a été entendue et une grosse partie des hausses des taux annoncées a déjà été intégrée dans les cours. Du reste, les mauvaises nouvelles du côté macroéconomique qui commencent à être publiées et qui confirment le ralentissement en cours et attendu permettent déjà une détente sur les courbes de taux. Les banques centrales vont tenter l'exercice périlleux du « soft landing » et les marchés obligataires le savent bien.



LA FRANÇAISE
investing together

128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00

www.la-francaise.com

Cette communication est destinée aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF 2.

Éditée par La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 (www.amf-france.org).

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. www.la-francaise.com.