

NOTE DE RENTRÉE

Achévé de rédiger
le 30 | 08 | 2022

Les marchés peuvent-ils résister à une croissance sans cesse revue à la baisse, une inflation proche des 10% et au resserrement monétaire orchestré par les banques centrales mondiales ?

Malgré un consensus très négatif et un fort support de la part des gouvernements, la situation nous semble trop instable pour répondre positivement à cette question.



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destinée
aux Partenaires distributeurs au sens de la Directive MIF

POINT MARCHÉ

La période estivale avait été jusqu'ici favorable aux marchés financiers dans leur ensemble et ce malgré une situation macroéconomique toujours difficile. Plusieurs raisons peuvent l'expliquer. Tout d'abord une perception par les acteurs financiers d'un risque inflationniste moindre en lien avec une baisse des prix des matières premières et plus particulièrement du prix du baril de pétrole. Cela avait logiquement engendré une baisse généralisée des taux gouvernementaux, à la fois sur la partie nominale mais aussi, et surtout, sur la partie taux réels. De notre point de vue, ceci a joué un rôle essentiel dans la bonne tenue des actifs risqués jusqu'à récemment. De plus, le positionnement de marché, très pessimiste en juin, et une saison d'annonces de résultats jugée satisfaisante ont eux aussi sans doute participé à cette reprise de risque de la part des investisseurs.

La situation macroéconomique reste cependant à minima difficile, spécialement en Europe. La confiance des consommateurs est proche des plus bas dans la quasi-totalité des pays de la zone Euro, en lien avec la forte hausse des prix énergétiques depuis le début de l'année. En Europe, si le prix du baril de pétrole s'est replié durant l'été, il n'en a pas du tout été de même pour les prix du gaz, celui-ci bondissant de plus de 200% depuis début juin. En corolaire, les prix de l'électricité n'en finissent plus de progresser, avec des conséquences pour les particuliers et les entreprises aujourd'hui difficiles à évaluer en raison des différents plans de soutien gouvernementaux mis en place. Mais ce soutien budgétaire est-il pérenne ? Les dernières déclarations laissent à penser que si ce soutien ne va pas disparaître, il va tout du moins diminuer, avec pour conséquences une hausse potentiellement significative des coûts énergétiques pour l'ensemble des acteurs économiques. Une réforme du marché de l'électricité en Europe pourrait également limiter le choc.

L'indépendance énergétique américaine ne fait pas peser les mêmes risques sur le consommateur américain. Si ce dernier est lui aussi touché par une forte inflation, il est aussi soutenu par une inflation salariale plus forte qu'en Europe et un marché de l'emploi toujours dynamique même si certains signes de fragilité commencent à apparaître.

La Chine n'a elle de son côté aucun problème lié à l'inflation, mais cela ne rend pas sa situation plus rassurante. Les politiques mises en place en 2021, visant à rééquilibrer certains segments de son économie, continuent à avoir un impact profond sur l'économie en général et sur l'immobilier en particulier. Parallèlement, l'économie souffre aussi de la politique « zéro Covid » toujours appliquée par le gouvernement.

Dans ce contexte de croissance mondiale dont les estimations sont sans cesse revues à la baisse pour 2022 (4,40% en début d'année, 2,90% au 19 août), les banques centrales n'ont pour autant aucune possibilité d'assouplir les conditions financières. Si le dernier chiffre d'inflation américain, sorti à 0 en rythme mensuel pour le mois de juillet, a pu rassurer à court terme, il nous semble beaucoup trop tôt pour que les banques centrales se satisfassent de la situation actuelle. Ces dernières ont d'ailleurs réaffirmé à Jackson Hole leur volonté de lutter contre l'inflation en se montrant moins accommodantes et en augmentant les taux réels.

Au-delà des risques géopolitiques dont le futur est par nature incertain, c'est sans doute ce dernier point qui nous rend le plus prudent pour les mois qui viennent. Le durcissement des conditions financières à venir aura du mal à se faire sans heurts dans un contexte de croissance dégradée. Il nous semble primordial de rester prudent dans nos allocations aux actifs risqués, spécialement en Europe.

Pour finir sur une note d'espoir, il est toutefois possible que la fin d'année apporte quelques bonnes nouvelles avec une inflation graduellement moins forte aux États-Unis et un impact positif des différents plans de relance chinois.



François RIMEU
Stratégiste La Française AM

ACTIONS – GRANDES CAPITALISATIONS

Les actions mondiales ont enregistré un repli de plus de 20% au cours du premier semestre face à la progression de l'inflation accentuée en Europe par le conflit en Ukraine. Les banques centrales (Fed, BCE, BOE) ont ainsi resserré leurs politiques monétaires afin de limiter la hausse des prix malgré le ralentissement de l'activité. A la mi-juin, les actions mondiales semblaient s'être ajustées à ce nouvel environnement intégrant un net ralentissement de la croissance dans les pays développés. Les valeurs technologiques ainsi que la consommation cyclique affichaient des replis de près de 30% alors que le secteur pétrolier, soutenu par un prix du baril élevé, a été l'unique secteur positif avec une hausse de près de 25%.

Néanmoins, à la suite de données encourageantes sur l'inflation américaine, de la baisse des matières premières alimentaires et fossiles et d'une amorce de normalisation des chaînes de production mondiales, certains investisseurs ont envisagé un atterrissage en douceur de l'économie américaine et une action plus modérée de la Fed. Les indices actions ont ainsi nettement rebondi sur les deux derniers mois (S&P : +18%, Nasdaq : +24%, Stoxx 600 : +14%¹) avec une surperformance des valeurs de croissance et des valeurs cycliques. Cette progression a été également soutenue par une solide saison de résultats. Ces publications ont souligné une demande robuste malgré des hausses de prix significatives.

Les sources d'inquiétude (inflation/demande) évoquées ne se sont pas dissipées à l'approche de l'automne et incitent donc à la **prudence et à la sélectivité**. Les anticipations de résultats nous semblent aujourd'hui optimistes et ne reflètent pas le risque de ralentissement de l'économie. Les valorisations sont de retour aux moyennes historiques et ne constituent pas un soutien majeur alors que la révision des attentes de résultats pourrait peser sur les marchés.

Ainsi, dans le contexte européen de crise géopolitique et énergétique, **nous privilégions** les actions américaines aux européennes.

Nous favorisons les thématiques ancrées dans la transition climatique favorisant la réduction des émissions carbone :

- **Efficacité énergétique** : produits à faible consommation, services d'optimisations énergétique,
- **Construction durable** : matériaux « verts », bâtiments basse consommation,
- **Digitalisation** : cloud computing, intelligence artificielle, communication à distance,
- **Énergies Renouvelables** : hydrogène vert, hydraulique, éolien, solaire,
- **Économie circulaire** : valorisation des déchets, marchés secondaires,
- **Mobilité verte** : batteries, véhicules électriques, ferroviaire.

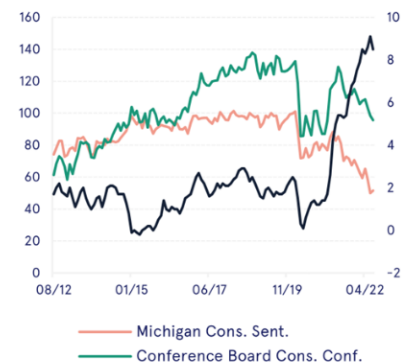
A l'inverse, **nous restons prudents sur la thématique de la consommation** qui pourrait souffrir de la baisse du pouvoir d'achat des ménages.

En conclusion, nous abordons la rentrée de septembre avec prudence et n'excluons pas une poursuite de la consolidation, le ralentissement économique ne nous semblant pas suffisamment intégré par les indices boursiers. Une amélioration des chiffres d'inflation couplée à un discours plus accommodant des banques centrales seront nécessaires à un positionnement plus offensif.

Thomas DHAINAU, Responsable Gestion Actions

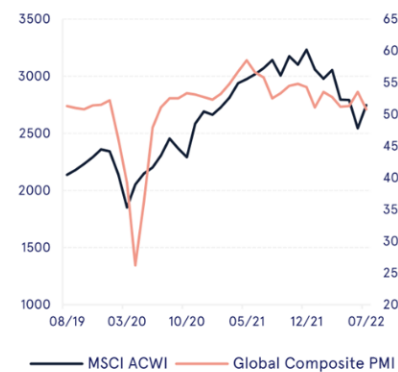


Confiance et inflation USA



Sources : Univ of Mich. , Conf Board, BLS, 31 juillet 2022

MSCI ACWI et PMI Global Composite



Sources : S&P Global, 31 juillet 2022

¹ Sources : Bloomberg, du 16 juin 2022 au 16 août 2022

ACTIONS – PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS

Si l'année 2021 avait été une excellente année pour le CAC 40 qui avait dépassé le niveau des 7000 points², le premier semestre 2022 a, quant à lui, été le moins bon depuis le premier semestre 2008 !

Il est vrai que le conflit entre la Russie et l'Ukraine n'ont pas incité à l'optimisme. Bien au contraire, la pression sur les prix du gaz, du pétrole, la pénurie de certaines matières premières et le blocage des exportations de céréales ont ravivé les poussées inflationnistes déjà exacerbées par la forte demande de biens et la reconstitution des stocks liées à la sortie de la crise Covid. L'inflation est devenue la préoccupation centrale des marchés mais aussi des banques centrales qui ont, dans leur large majorité, durci leur politique monétaire.

Pour la bourse de Paris, le recul des indices a été relativement similaire pour les différentes tailles de capitalisation. Ainsi le CAC 40 a enregistré un recul de 17% alors que le CAC Mid 60 a baissé de 16% et le CAC Small 90 affichait une moindre performance de -20%³.

Néanmoins, on constate une dichotomie entre la perception négative de l'évolution des indices et la réalité des publications dans l'univers des petites et moyennes valeurs. En effet, rappelons que les chiffres d'affaires publiés au cours de ce semestre pour l'année 2021 ont évolué en médiane de +11% avec un résultat opérationnel courant de +26%. Avec une baisse des cours d'une part et une hausse des résultats, d'autre part, il en résulte mécaniquement une baisse de la valorisation de l'univers des petites et moyennes valeurs. Le PER médian du CAC Mid&Small a enregistré une très forte baisse de l'ordre de 50% par rapport à son pic de 2020 pour s'établir à environ 15,2. Rappelons que début 2014 lorsque le taux de l'OAT 10 ans s'établissait à environ 2% c'est-à-dire un taux équivalent à celui d'aujourd'hui, le PER médian s'élevait à 16,3x. De même, à 1,6x, le ratio médian de prix sur actif net ressort en ligne avec sa moyenne historique.

Après une année 2021 historique, les introductions en bourse sont restées sur une bonne tendance avec 10 opérations mais qui, malheureusement, se sont souvent traduites par une déception sur l'évolution du cours. En revanche, la baisse des valorisations a semble-t-il été profitable aux opérations publiques d'achat puisque 11 offres ont été lancées avec une prime moyenne supérieure à 50% au-dessus de la moyenne enregistrée depuis le début des années 2000.

Les perspectives sur les prochains mois restent problématiques en raison de la géopolitique avec le conflit Russo-Ukrainien et les tensions Sino-Taiwanaise qui peuvent dégénérer. L'inflation est l'autre élément d'inquiétude qui pourrait vraiment déraiper sur cette fameuse spirale négative Salaires-Prix qui est souvent l'indicateur d'une fin de cycle annonçant une récession. A ce stade nous restons sereins sur ce dernier aspect car la période actuelle n'a pas de comparable. En effet, l'économie a été mise en coma artificiel pendant les mois Covid avec une production très ralentie. Comme on le voit dans les publications, les chiffres d'affaires des sociétés restent forts en raison de la demande des consommateurs avec un marché de l'emploi bien orienté et la reconstitution des stocks. Sur les prochains mois ce mouvement devrait perdurer et la croissance des chiffres d'affaires devrait se poursuivre notamment sous l'effet des prix et de l'effet dollar. Sur le plan de la rentabilité, la hausse des salaires sera compensée par le recul du prix des matières premières et des prix de transport.

Dans le contexte que nous venons de décrire, nous privilégions les sociétés leaders dans leur domaine, leur conférant un « pricing power » élevé ainsi que les sociétés qui pourraient, de notre point de vue, faire l'objet d'une OPA ou d'un retrait de cote.

Jérôme FAUVEL, Responsable de la Gestion Petites et Moyennes Capitalisations

² Source : Bloomberg, novembre 2021

³ Source : Bloomberg, 30 juin 2022

HIGH BETA – DETTES HIGH YIELD

L'appétit des investisseurs pour le marché crédit, et High Yield notamment, reste faible pour le moment en raison du choc sur les taux d'intérêt subi en début d'année et des craintes d'un ralentissement brutal de l'économie mondiale. Même s'il convient de noter une légère amélioration depuis la 2^{ème} moitié du mois de juillet (avec un resserrement des spreads High Yield de plus de 100 points de base en Europe et aux États-Unis), le rebond du marché High Yield reste moins important que celui observé sur les marchés actions et ne reflète pas les corrélations historiques entre ces deux classes d'actifs. La volatilité des taux d'intérêts et le retrait des banques centrales expliquent certainement cette rupture. La situation sur les marchés émergents reste également compliquée et les performances sont nettement en dessous des pays développés avec le retrait massif des investisseurs, l'appréciation du dollar et les cas spécifiques de certaines zones et pays (la politique du « zéro Covid » et la situation du marché immobilier en Chine avec ses conséquences désastreuses sur l'économie ; la poussée de l'extrême gauche dans les pays d'Amérique Latine ; et enfin le conflit russo-ukrainien en Europe de l'Est).

Notre scénario central intègre une poursuite des politiques monétaires restrictives de la part des banques centrales pour juguler la pression inflationniste et un risque de dégradation du contexte économique dont l'ampleur sera différente selon les régions/pays.

Sur le High Yield américain, nous sommes neutres. La situation de l'économie américaine est meilleure que celle de l'Europe et les primes de risque crédit sur le marché High Yield américain surestiment, selon nous, le risque de récession. Par ailleurs, plusieurs indicateurs avancés laissent penser que le pic d'inflation a été passé aux États-Unis (ralentissement du marché immobilier ; baisse des prix des matières premières et des entrants industriels...) ce qui peut réduire les tensions sur les taux d'intérêt américains à moyen terme.

Sur le High Yield Euro, nous sommes prudents. La situation de l'Europe reste plus compliquée et les primes de risque crédit sur le marché High Yield européen vont demeurer élevées jusqu'à l'obtention d'une meilleure visibilité sur le conflit actuel et une amélioration de la situation énergétique. La situation politique en Italie et les élections anticipées prévues fin septembre 2022 ne vont pas aider les actifs européens par rapport à leurs équivalents américains.

Sur le High Yield émergent, nous sommes prudents. La visibilité reste toujours faible et incite à conserver une certaine prudence même s'il faut reconnaître que la baisse de l'inflation américaine avec pour corollaire une dépréciation du billet vert va aider les actifs émergents, notamment la dette souveraine et quasi-souveraine Investment Grade.

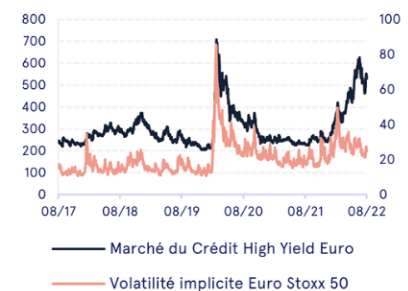
En conclusion, et en ligne avec nos vues de marché, voici le positionnement que nous adoptons pour la fin de l'année :

- **Zones géographiques :** en Europe, nous privilégions les pays dits « core » et restons très prudents sur les pays dits « périphériques » notamment l'Italie. Le marché américain nous semble plus immune que le marché européen. Les arbitrages vers le High Yield américain 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 les pays asiatiques et le LATAM (Brésil). Nous n'avons pas d'exposition à l'Europe de l'Est et à l'Asie centrale. Enfin, nous n'envisageons pas d'augmenter nos expositions sur les pays émergents à horizon 3 - 6 mois.
- **Secteurs :** nous privilégions les secteurs les moins cycliques comme la technologie, les médias et les télécommunications, les services et la santé. Nous restons prudents sur les secteurs les plus cycliques comme l'automobile, la distribution (retail) et l'industrie. Sur les secteurs cycliques, nous privilégions les émetteurs les plus solides (« best in class ») qui disposent d'une bonne liquidité pour faire face à un retournement du cycle.

Akram GHARBI, Responsable de la Gestion Crédit High Yield



Valorisation du marché du crédit High Yield Euro versus volatilité implicite de l'Euro Stoxx 50



Source : Bloomberg, 25 août 2022

ESG – DETTES D'ENTREPRISES / SOUVERAINS

L'épisode de sécheresse 2022, historique pour bien des pays, vient mettre en péril le rendement agricole des cultures céréalières et inquiète sur l'insuffisance des stocks pour l'élevage. Cette conséquence directe du changement climatique vient souligner notre dépendance et la lenteur des processus d'adaptation.

La crise climatique n'est pas isolée et s'entremêle avec notre gestion de la guerre, des pénuries énergétiques et alimentaire et de la crise inflationniste qui nous font envisager **une période de contraction économique sur la fin de l'année 2022**. L'ampleur de ce ralentissement variera en fonction des pays, des secteurs, et des entreprises (plus ou moins agiles face à la pression sur leurs marges et à un changement).

La COP27 de novembre présentera néanmoins un contenu plus positif. Un programme de dépenses historique voté aux États-Unis avec le « Inflation reduction Act » (IRA) dédie **370 milliards de dollars à la transition énergétique** et a pour objectif de faire baisser les émissions de GES des États-Unis de 40% à 2030 vs 2005. Ceci remet le pays dans l'action et vient le positionner en challenger de taille face à la Chine en **réduisant leur dépendance à cette dernière en intégrant sur la décennie la chaîne d'approvisionnement** nécessaire au développement, entre autres, des voitures électriques et des panneaux solaires.

Sur la dette d'entreprise, notre objectif est d'identifier **les entités qui viennent bénéficier de ces tendances de long terme et dont la santé financière leur permet de résister au ralentissement économique à court terme**. Pour cela, nous privilégions comme pour les autres stratégies, **les secteurs les moins cycliques** comme les télécommunications, la santé, la consommation de base. Sur le **secteur des services publics, nous discriminons les acteurs** en fonction de leur marché (régulé ou non) et **de leur vulnérabilité face à la flambée des prix de l'énergie**. Au sein de **l'industrie et du secteur automobile**, nous avons réduit nos expositions pour garder les **acteurs les plus résilients financièrement et qui pourront compter sur un avantage d'agilité concernant les chaînes de valeurs liés à la transition énergétique**.

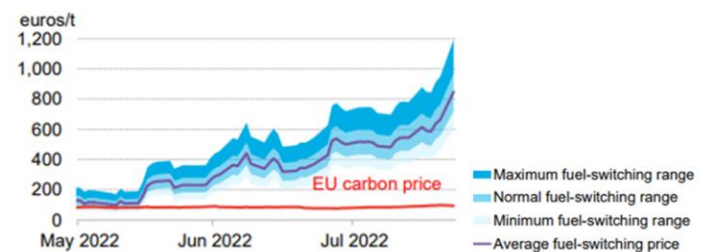
Du côté des États, la crise énergétique que nous connaissons pourrait constituer un **risque de Transition** pour certains pays ou se révéler un **catalyseur positif** pour accélérer le déploiement des énergies renouvelables. L'Europe, leader dans la Transition, apparaît comme **la zone la plus exposée** en raison de sa dépendance énergétique à la Russie. Les choix économiques à court terme **soutiennent la consommation des énergies fossiles et l'emportent sur l'urgence climatique**. Cette logique économique pourrait **mettre en danger** la Transition énergétique et la capacité des États à respecter leurs engagements au niveau des Accords de Paris. A l'opposé, les États-Unis, nettement moins impactés par cette crise, ont voté un **plan climatique des plus ambitieux** en faveur de la transition énergétique (IRA). Ainsi, d'un point de vue allocation, nous **sous-pondérons les pays de la zone Euro**. Le Royaume-Uni, bien que leader dans la Transition énergétique apparaît particulièrement vulnérable et très exposé à une hausse incontrôlée de l'inflation. **Nous préférons les États-Unis** où le pic d'inflation semble être atteint et la normalisation de la politique monétaire bien avancée.

La flambée du prix du carbone et la nécessité d'assurer la sécurité énergétique du bloc européen devraient accélérer l'agenda climatique et énergétique d'ici la fin de l'année. Le marché sera très sensible à tout développement politique sur les sujets qui vont viser à atteindre les 80% de stockage d'énergie à novembre. On s'attend à des avancées qui peuvent toucher à un resserrement du mécanisme de « cost containment » de l'EU ETS (marché régulé des crédits carbone), la progression des réformes liées au « Fit for 55 », un retardement des sorties du nucléaire et/ou encore une augmentation des commandes à l'import de gaz naturel liquéfié (GNL). Tous ces facteurs pourraient faire diminuer les demandes pour les crédits carbone sur la dernière partie de l'année et faire baisser les prix ou au moins ralentir la hausse actuelle.

Marie LASSEGNORE, CFA *Gérant crédit et Responsable Sustainable Investments*



Évolution de la fourchette de prix relatif gaz/charbon en Europe (Allemagne en proxy)



Sources : Bloomberg. Données au 23/08/2022

PERSPECTIVES ET ALLOCATION D'ACTIFS

En dépit du rebond sur l'ensemble des classes d'actifs au cours de ces deux mois d'été, motivé par un changement d'anticipation monétaire et l'espérance d'une possible atténuation des tensions inflationnistes, nous avons fait le choix de conserver une approche défensive dans nos allocations diversifiées, sous-exposée aux actions et toujours sous-sensible aux obligations d'États et aux dettes d'entreprises.

Le 26 août, les espérances des marchés ont été douchées par l'approche orthodoxe des banquiers centraux, réitérée et même renforcée lors du congrès annuel de Jackson Hole. Finalement, ni la Fed, ni la BCE, ni la Banque d'Angleterre n'envisagent de lâcher du lest et elles ont ainsi confirmé que la lutte contre l'inflation était prioritaire, même au détriment de la croissance à court terme. Les revalorisations salariales et celles des minima sociaux ébauchés depuis mi-juin devraient se poursuivre. Le soutien budgétaire des gouvernements européens pour compenser l'impact de l'inflation sur le consommateur et soutenir le cycle, renforcent la conviction des banques centrales à agir.

Les banques centrales ont donc rudement rappelé les marchés à la réalité après 6 semaines de fort reprise et le calendrier reste très dense pour les prochaines semaines.



Concernant les allocations d'actifs, nous avons été pénalisés par notre prudence durant l'été qui ne nous a pas permis de capter pleinement la hausse du marché, avant l'inversion de tendance fin août. A l'heure actuelle, encore plus que fin juin, nous conservons notre prudence sur les actifs risqués. Nous avons été surpris par la résilience des résultats d'entreprises du second trimestre, et par l'absence de révision baissière des perspectives pour fin 2022. Nous pensons que cet optimisme microéconomique sera corrigé d'ici la fin de l'année et que les valorisations actuelles des actions sont susceptibles d'être ajustées. Il n'est donc pas judicieux de notre point de vue de remonter les pondérations actions dans nos portefeuilles, même si nous conservons toujours une préférence pour les actions américaines et globales, au détriment de la zone Euro.

Du côté de l'allocation obligataire, la volatilité va demeurer forte et les menaces accrues de récession couplées au renchérissement déjà fort des conditions de crédit, fragilisent les bilans des entreprises les moins bien notées. Dans ces conditions, nous restons sous pondérés sur le marché du High Yield alors qu'à l'inverse, le crédit Investment Grade sur des maturités de moyen terme nous semble offrir un bon compromis.

Pour les fonds de performance absolue, nous n'hésitons pas à favoriser le cash et les obligations à taux variable.

Odile CAMBLAIN LE MOLLE, *Responsable de la Gestion Diversifiée*



LA FRANÇAISE
investing together

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destinée aux partenaires distributeurs au sens de la Directive MIF.

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

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destinée aux Partenaires distributeurs au sens de la Directive MIF