



# NOTE DE RENTRÉE

Achevé de rédiger  
le 03 | 01 | 2022



**LA FRANÇAISE**  
INVESTING TOGETHER

*La croissance retrouvée, le contexte d'inflation totalement nouveau et le risque sanitaire toujours présent forment un cocktail plus contrasté pour l'économie que celui de l'année 2021. La Française AM vous livre sa lecture des marchés ainsi que ses convictions pour aborder la nouvelle année.*

## POINT MARCHÉ



**Jean-Luc HIVERT**

*Président et Directeur des  
Investissements de  
La Française AM*

La croissance mondiale se poursuit, malgré les perturbations de l'appareil productif et l'oscillation des contraintes liées au risque sanitaire. La tendance instantanée reste positive mais néanmoins difficile à apprécier précisément. Ainsi, le ralentissement chinois, largement dû aux décisions politiques pour lutter contre l'épidémie, contre les inégalités sociales et favoriser une économie plus propre, sera une des inconnues majeures de l'année 2022.

Aux États-Unis et en Europe, les tendances de court terme divergent légèrement. Ainsi, la croissance américaine accélère au 4<sup>ème</sup> trimestre après un ralentissement au 3<sup>ème</sup> tandis qu'en Europe, les chiffres très robustes du 3<sup>ème</sup> trimestre ne pourront que se modérer légèrement. Néanmoins, bon nombre d'indicateurs constituent une base intéressante pour 2022.

En effet, **sauf perturbation sanitaire massive, l'année 2022 se présente avec de solides atouts sur un plan économique.** Certes, le ralentissement de l'activité chinoise et leur gestion de la crise de financement du secteur immobilier restent à monitorer. Pour autant, les perturbations sur l'offre devraient s'atténuer progressivement et les États vont continuer de soutenir les acteurs économiques les plus impactés par la pandémie. Du côté du secteur privé, le taux d'épargne des ménages et les profits des entreprises restent élevés. Ces facteurs soutiendront respectivement la consommation finale, malgré les effets d'appauvrissement liés à l'inflation récente, et les investissements dans de nombreux secteurs pour compenser la période récente et répondre aux nouveaux enjeux, notamment climatiques.

Du côté politique, l'enjeu majeur est probablement la version du plan économique du Président Biden qui sera finalement adoptée. Enfin, la question du risque inflationniste va continuer de préoccuper les investisseurs, même si le contexte monétaire a clairement changé et nous continuons de penser que les glissements d'inflation vont rapidement baisser et permettre ainsi aux **banques centrales de préserver des conditions financières favorables à l'économie** en termes de taux réels et de tenue des marchés financiers.

Dans ce contexte, voici les thématiques que nous avons identifiées susceptibles de profiter de la poursuite du cycle économique mondial :

### Actions

*Poursuite d'une  
tendance positive*

### High Beta

*Stratégies décorrélées  
des mouvements de taux*

### ESG

*Perspectives de  
croissance pérenne*

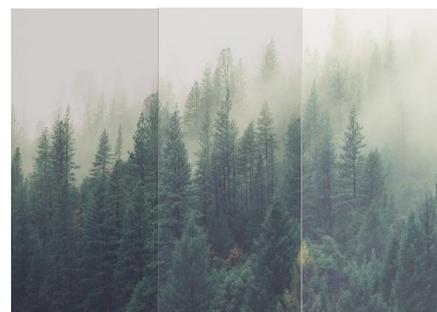
## ACTIONS – GRANDES CAPITALISATIONS

À l'approche de 2022, nous pensons qu'il reste du potentiel de hausse pour le marché actions : malgré une forte progression, **les indices restent moins chers que début 2021 grâce aux révisions à la hausse successives** des anticipations de résultats (Bénéfice par actions de 39,3 pour 2021 à ce jour contre 29,2 au début de l'année).

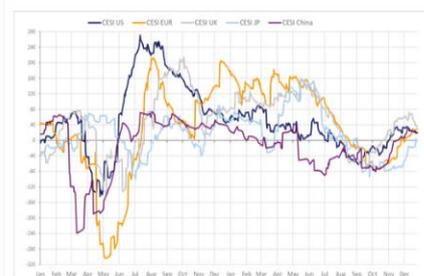
Les résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre ont été impressionnants, avec une croissance saine du chiffre d'affaires et du résultat net, spécifiquement, mais pas uniquement en Europe et aux États-Unis. La croissance des bénéfices a été supérieure aux attentes du consensus, résultant en une augmentation des croissances bénéficiaires. Par ailleurs, les prévisions du 4<sup>ème</sup> trimestre sont inférieures à celles du 3<sup>ème</sup> trimestre, les estimations du consensus des bénéfices par actions ayant chuté au cours de l'automne. La saisonnalité veut que le 4<sup>ème</sup> trimestre soit beaucoup plus fort que le 3<sup>ème</sup> trimestre, ce qui offre la possibilité d'une potentielle surprise.

**Fondamentalement, nous pensons qu'il reste un potentiel d'amélioration :**

- **L'emploi** qui est le principal moteur des dépenses de consommation et donc moteur ultime de la croissance, demeure un facteur de soutien.
- L'amélioration de la situation concernant les chaînes d'approvisionnement et le retour à des niveaux plus raisonnables des prix de l'énergie nous laissent penser que le pire semble derrière nous.
- **La décélération de la croissance chinoise semble désormais largement derrière nous** et un contexte politique plus favorable se dessine, tandis que les préoccupations liées au crédit devraient rester sous contrôle.
- **Les indicateurs d'activité** tels que les CESI semblent avoir atteint leur niveau le plus bas et sont majoritairement de retour en territoire positif en décembre. Il s'agit généralement d'un signal positif pour les actions à moyen terme (trois à six mois).
- **La poursuite de la reprise économique**, notamment dans le secteur des services, accompagnée par la hausse des investissements privés et publics, devrait continuer d'alimenter la croissance au cours des prochaines années. 2022 sera également une année marquée par une poursuite des activités de fusions-acquisitions, **soutenant ainsi les niveaux de valorisation actuels**. À moyen terme, **l'accélération du financement de la recherche et de l'innovation alimentent la croissance** et la constitution d'une réserve importante d'introductions en bourse d'entreprises hautement innovantes.
- Enfin, étant donné les messages relativement agressifs des banques centrales en décembre, nous n'attendons pas de nouvelles annonces de resserrement monétaire. L'inflation accompagnée de la croissance ne sont pas préjudiciables aux actions. Les valeurs de croissance semblent particulièrement sensibles aux rendements réels, tandis que les valeurs « cycliques/value » semblent moins sensibles à la hausse des rendements réels. Cela s'explique en grande partie par la nature long terme des actions de croissance. Toutefois, nous ne les écarterons pas complètement étant donné leur profil de qualité supérieure. Ce positionnement nous permet de naviguer dans l'environnement actuel de marchés volatiles en raison de la dégradation sanitaire (variant Omicron).



Indicateurs CESI



Source : Bloomberg. Données au 31/12/2021

MSCI ACWI vs P/E



Source : Bloomberg. Données au 31/12/2021

*En conclusion, nous restons globalement positifs sur les actions, compte tenu du potentiel d'amélioration des bénéfices, des niveaux de valorisation raisonnables et de leur avantage en termes de rendement. Nous continuons de privilégier l'Europe et le Japon par rapport aux États-Unis en raison d'une structure de marché plus cyclique/value dans l'environnement actuel. En ce qui concerne les marchés émergents, nous restons très sélectifs dans l'ensemble tout en restant à l'écart des investissements chinois qui seraient dans la zone d'attention réglementaire.*

Hugo BONNARD, Gérant Actions Grandes Capitalisations

## ACTIONS – PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS

Lors de notre lettre de septembre nous mettons l'accent sur le retard et un potentiel rattrapage du segment des petites et très petites valeurs par rapport aux valeurs de taille supérieure. Nous constatons que ce mouvement de rattrapage a commencé : l'indice Eternext PEA PME 150 (représentatif des petites et très petites valeurs) surperforme l'indice CAC Small (représentatif des petites et moyennes valeurs) de +6,4% au 31 décembre 2021<sup>1</sup>. Nous pensons que ce mouvement va se poursuivre et cela pour plusieurs raisons :

Tout d'abord, d'un point de vue macroéconomique, bien que le pic de croissance semble être derrière nous **l'activité se maintient à un niveau très satisfaisant**. L'année 2022 devrait être l'année de l'amélioration de l'équilibre offre/demande et rester porteuse. Au niveau mondial, le FMI table sur une croissance de +4,9% en 2022 après +5,8% en 2021. La zone Euro n'est pas en reste avec +4,4% de croissance attendue en 2022 contre +5% en 2021. Pour la France, l'OCDE estime à +4% le taux de croissance de l'année prochaine. Les **résultats des petites valeurs sont très solides** et **l'activité continue de s'améliorer** séquentiellement par rapport à 2019.

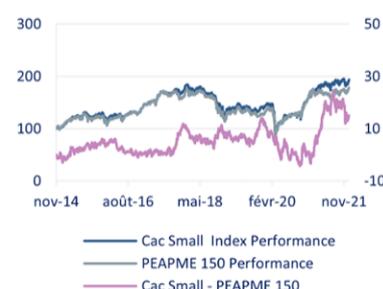
Le tableau ci-contre montre la part des sociétés ayant réalisé un meilleur chiffre d'affaires (CA) qu'au S1 2020 et au S1 2019. On observe que près de 60% des sociétés de l'indice CAC Mid & Small ont généré un résultat opérationnel courant (ROC) au S1 2021 supérieur au S1 2019.

Les **nombreux échanges que nous avons avec l'écosystème des petites capitalisations nous laissent penser que l'activité sera bien orientée en 2022**. Ce sentiment est conforté par les prévisions d'analystes qui tablent sur une croissance médiane des bénéfices par actions de près de +23,3% pour les sociétés du CAC Small contre +11,4% pour celles du CAC 40<sup>2</sup>. L'environnement est d'autant plus porteur pour les petites entreprises car elles ont le **soutien des pouvoirs publics avec les différents plans de relance et le plan stratégie 2030 français**.

Par ailleurs les **petites valeurs** sont généralement des « pure-players » qui **peuvent pleinement bénéficier des nouvelles tendances émergentes**. C'est pourquoi, en cohérence avec les plans stratégiques et de relance, nous favorisons les thématiques que sont l'hydrogène, les technologies relatives à l'internet des objets et les entreprises de la biotechnologie. De plus les **valorisations demeurent attractives** : le segment des petites valeurs représentées dans le CAC Small a un PER médian 2022 de 14,9x contre 14,7x pour le CAC 40. Historiquement le secteur des petites valeurs se traite à des niveaux 20% plus élevés que le CAC 40 en moyenne.



Performances des indices  
(base 100 au 17/11/2014)



Sources : Bloomberg, La Française AM. Données au 31/12/2021.

Part des sociétés ayant fait mieux qu'au S1 2020 et au S1 2019

	CA S1		ROC S1		Résultat net S1	
	21 vs. 20	21 vs. 19	21 vs. 20	21 vs. 19	21 vs. 20	21 vs. 19
CAC Mid 60	70%	54%	84%	58%	79%	65%
CAC Small	72%	46%	81%	55%	84%	63%
CAC Mid & Small	71%	49%	82%	57%	83%	64%

Sources : ID MidCaps. Données à fin Novembre 2021

**Comme nous considérons que nous sommes en milieu de cycle – début de maturité, nous avons changé notre positionnement en anticipation de l'année prochaine. Nous sommes sortis d'une partie de dossiers dits « value » pour entrer ou se renforcer sur des valeurs dites « GARP » (croissance à prix raisonnable). D'un point de vue sectoriel, nous privilégions l'automobile, l'aéronautique et les valeurs technologiques pour 2022.**

Jérôme FAUVEL, Responsable de la Gestion Petites et Moyennes Capitalisations

<sup>1</sup> Source : Bloomberg, données du 11/08/21 au 31/12/2021

<sup>2</sup> Source : Portzamparc, données au 10/12/2021

## HIGH BETA – DETTES HIGH YIELD

Pour la première partie de l'année 2022, nous n'anticipons pas d'évolution majeure par rapport à la tendance observée sur le marché tout au long de l'année 2021. La volatilité sera probablement plus importante compte tenu des incertitudes sur les politiques monétaires des banques centrales et l'évolution de la situation sanitaire. Globalement, les spreads High Yield globaux devraient continuer à évoluer dans une fourchette entre 350-400 points de base. Les taux de défaut devraient rester très faibles en Europe (entre +1 et +1,5%) et aux États-Unis (entre +1,5 et +2,5%). En revanche, pour les pays émergents, les taux de défaut vont continuer à augmenter au premier semestre 2022 (notamment en Asie) avant de baisser par la suite.

**Sur le High Yield américain, nous sommes légèrement négatifs pour la première partie de l'année.** Les valorisations sont moins attractives, surtout sur les notations B et CCC, et les facteurs techniques moins favorables avec le resserrement monétaire de la FED qui va avantager le marché de « leverage loans<sup>3</sup> » versus le High Yield. Par ailleurs, la hausse du coût de couverture devrait réduire l'attrait du crédit américain pour les investisseurs étrangers. Enfin, nous devrions observer une reprise des opérations de Fusions-Acquisitions et de LBO aux États-Unis avec le risque de hausse de l'endettement des entreprises américaines. Les montants à déployer des fonds de LBO sont actuellement à des niveaux records.

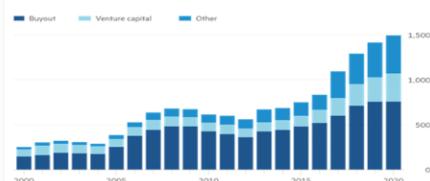
**Sur le High Yield Euro, nous sommes neutres.** Le début d'année pourrait être marqué par une plus grande volatilité compte tenu des échéances de la BCE et de l'agenda politique (élections en Italie et en France). Globalement, les facteurs techniques restent toujours bien orientés, la valorisation est relativement attractive (versus le High Yield américain) aussi bien sur les notations BB et B notamment dans les secteurs cycliques. L'absence d'alternatives de rendement en Europe devrait continuer de favoriser le segment des actifs de rendements.

**Sur le High Yield Chinois, nous sommes positifs.** En effet, les valorisations sont très attractives par rapport aux autres marchés High Yield. Les valorisations actuelles intègrent largement le risque de défaut des émetteurs endettés et de faible qualité. Par ailleurs, de nouvelles mesures d'assouplissement des conditions financières devraient être annoncées de la part du gouvernement chinois pour relancer l'économie et le secteur immobilier. Rappelons que l'objectif de ce dernier n'est pas de faire disparaître l'ensemble des acteurs mais plutôt de réduire le niveau d'endettement et de rationaliser les comportements spéculatifs (cas d'Evergrande) compte tenu du poids du secteur dans le PIB (40%), dans l'épargne des ménages (80%) et dans les recettes fiscales des provinces.

**Sur les autres marchés émergents (LATAM et CEEMEA<sup>4</sup>), nous sommes négatifs pour 2022.** Les valorisations ne sont pas attractives dans 2 régions par rapport au marché asiatique. Il y a de nombreux risques politiques notamment avec les élections brésiliennes et la situation économique se dégrade significativement dans la région avec une hausse importante de l'inflation et une décélération de la croissance économique. De plus, les marchés crédit du LATAM sont très sensibles aux conditions financières aux États-Unis. À noter également la situation politique et économique en Turquie et ses conséquences néfastes importantes sur le système bancaire et financier du pays : la lire turque a perdu 75% de sa valeur en 2021. Pour la première moitié de l'année 2022, nous allons rester à l'écart de ces deux zones.



Montant des capitaux engagés mais non alloués des fonds de Private Equity (en mds\$)



Source: Preqin. Données à Décembre 2021

Différentiels de spreads entre le High Yield Chinois et l'indice High Yield Global



Source: Bloomberg. Données au 9/12/2021

**En conclusion, nous anticipons une performance positive du High Yield en 2022 notamment en Europe et en Asie. Les taux de défaut devraient rester stables car la croissance mondiale reste bien orientée. Les facteurs techniques restent également favorables, et les valorisations du marché n'ont pas encore retrouvé leur niveau d'avant crise.**

Akram GHARBI, Responsable de la Gestion Crédit High Yield

<sup>3</sup> Type de prêt accordé aux entreprises ou aux particuliers qui ont déjà des dettes considérables ou de mauvais antécédents en matière de crédit

<sup>4</sup> CEEMA : Europe centrale, Moyen Orient & Afrique

## HIGH BETA - DETTES SUBORDONNÉES

Nous pourrions marteler que les sociétés émettrices de dettes subordonnées, et plus particulièrement les banques et compagnies d'assurance européennes, disposent d'**excellents fondamentaux, et qu'ils devraient rester stables sur l'année 2022**. Pourtant, cela ne risque pas d'avoir une quelconque importance durant les premiers mois de cette nouvelle année.

Les prix et spreads des dettes subordonnées, et particulièrement ceux des AT1 CoCos €, ont pâti au 4<sup>ème</sup> trimestre du **fort regain de volatilité sur les taux souverains**, malmenés entre les thématiques inflationnistes et sanitaires, alors qu'ils avaient jusqu'alors accueilli favorablement des taux souverains plus élevés en 2021, en témoigne le parcours des AT1 CoCos \$ européennes.

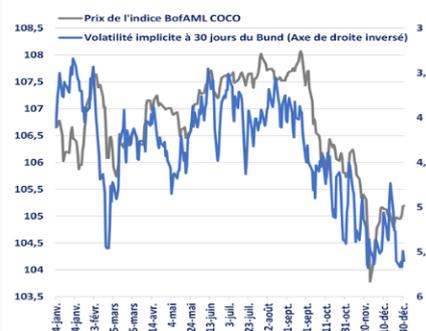
Nous estimons que **la volatilité devrait refluer progressivement**, maintenant que les banques centrales ont plus clairement indiqué leurs intentions pour l'année 2022 lors de leurs réunions de décembre 2021. Ainsi, **le chemin de performance des spreads ne sera sûrement pas de tout repos pour le 1<sup>er</sup> semestre 2022, mais devrait être favorable à un resserrement**, et ce pour deux raisons principales :

1. **Les valorisations sont sur des niveaux plus attractifs en termes historiques**. L'élargissement rapide des spreads au 4<sup>ème</sup> trimestre a effacé le resserrement constaté durant tout le reste de l'année. Cela a redonné de l'air aux valorisations, puisque le rendement au pire (YTW) moyen des AT1 CoCos € est passé de +2,7% à la mi-septembre à +3,3%<sup>5</sup>.
2. La BCE est consciente que **le maintien de la stabilité financière passe par la tenue des taux souverains périphériques via la flexibilité réaffirmée de ses achats d'actifs (APP/PEPP)**, ce qui est une source d'**ancrage forte pour les spreads de crédit**.

En termes d'allocation, nous privilégions deux gisements où les spreads sont larges et la sensibilité aux taux est moindre : les AT1 CoCos €, dont les valorisations en spreads sont bien plus attractives que celles des titres \$ et £, et les **Tier 2 bancaires notées en catégorie High Yield** (notamment de banques dites « périphériques »).

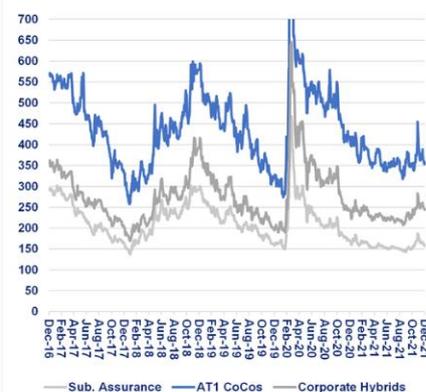


Évolution comparée du prix moyen d'un indice de dettes CoCos et de la volatilité implicite du Bund à 30 jours



Sources : BofA Merrill Lynch, Bloomberg. Données au 31/12/21.

Évolution du spread moyen par rapport aux obligations souveraines d'indices de dettes subordonnées (pb.)



Sources : indices Credit Suisse, Bloomberg. Données au 31/12/21.

*Les spreads des dettes subordonnées devraient rester corrélés à la volatilité des taux souverains, et non pas tant à leur « directionnalité ». Dans la mesure où les grandes banques centrales ont désormais commencé à baliser le chemin à venir, les segments de dettes subordonnées à spreads élevés (AT1 CoCos € et Tier 2 bancaires High Yield) devraient surperformer.*

Paul GURZAL, Responsable de la Gestion Crédit

Jérémie BOUDINET, Gérant de portefeuilles & Analyste Crédit

<sup>5</sup> Source : Indice Bloomberg Contingent Capital €, données au 31/12/2021

## ESG – EMPRUNTS D'ÉTATS

Le changement climatique est un enjeu fondamental pour la prochaine décennie et les conclusions de la COP 26 montrent qu'il reste encore beaucoup à faire. Certains pays doivent accentuer leurs engagements dans leur lutte contre le réchauffement climatique. À la suite des différentes annonces, le réchauffement climatique est estimé à 2,7°C à l'horizon 2100, soit bien loin de l'objectif de limiter la hausse à 1,5°C.

Nous sommes convaincus que le changement climatique ne peut plus être ignoré. En tant qu'investisseur, nous devons nous préparer à la transition vers une économie bas carbone, ce qui implique **d'intégrer l'analyse des risques et des opportunités liés au changement climatique dans nos processus de gestion.**

Nous distinguons aujourd'hui deux types de risques climatiques :

- **Le risque d'adaptation** : coût économique des dommages lié à la vulnérabilité des pays aux événements climatiques extrêmes, et la capacité d'adaptation pour y faire face
- **Le risque de transition** : impact financier dû à la mise en place des politiques climatiques des États (taxe carbone, perte de revenu liée aux énergies fossiles, investissement dans les énergies renouvelables)

Si le risque physique est aléatoire et subi par les pays, le risque de transition dépend de la volonté politique des États. Les coûts associés à ces différents risques vont devenir **de plus en plus importants** en raison de l'accélération des événements climatiques extrêmes et de l'augmentation de leur sévérité. **Il est donc nécessaire de pouvoir évaluer ces risques.**

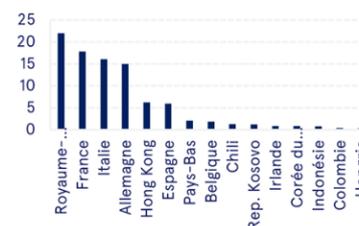
Pour construire des portefeuilles résilients aux risques climatiques et de transition des États, nous avons développé un modèle d'analyse propriétaire et il en ressort que tous les pays ne sont pas égaux face aux risques climatiques. Nous réalisons également des stress tests climatiques basés sur les engagements climatiques des États. Ils permettent d'analyser l'impact financier des risques climatiques selon différents scénarios de transition (Business as Usual, 2°C compatible et 1,5°C compatible). Nous transformons les impacts économiques des risques physiques et de transition sur les PIB des pays en chocs de croissance et de taux pour chiffrer l'impact financier et les risques de baisse de notation des pays. Bien qu'il s'agisse de modélisations complexes et incertaines, des tendances sont clairement identifiables. **Selon nous, la Suède, la France, la Croatie et le Costa Rica sont parmi les pays les mieux positionnés pour faire face aux coûts du changement climatique.**

Du côté réglementaire, **l'Europe reste le leader en termes de financements verts. La Taxonomie**, qui devrait entrer totalement en vigueur début 2023, **deviendra une référence pour encadrer et uniformiser la labellisation des futures émissions obligataires « durables », permettant ainsi une plus grande clarté et transparence pour les investisseurs.**

D'un point de vue marché, les nouvelles émissions souveraines et quasi-souveraines de « green bonds » n'ont cessé de croître depuis les accords de Paris de fin 2015, passant de \$12 Mds en 2016 à près de \$132 Mds à fin novembre 2021. On retrouve le Royaume-Uni et la France en tête, suivis par l'Italie, l'Allemagne et l'Espagne. Pour l'année 2022, l'accent politique mis sur la transition énergétique devrait encourager la poursuite des émissions vertes dans l'UE (entre +20% et +40%) incitant d'autres pays à rejoindre le mouvement comme l'Autriche, la Grèce, ou le Portugal.



Emissions vertes souveraines pour l'année 2021 (en M\$)



Source: Bloomberg. Données au 30/11/2021.

*Investir dans les obligations vertes émises par les États permet aux investisseurs de financer directement des projets en faveur de la lutte contre le changement climatique et favoriser l'atteinte des engagements pris par les pays au niveau de leurs politiques climatiques (Contributions déterminées au niveau national, CDN). Tous les pays ne sont pas au même stade de développement et leurs politiques de décarbonation sont plus ou moins ambitieuses. Certains pays ont déjà décarboné une partie de leur économie alors que d'autres commencent seulement à le faire. Les défis ne sont pas les mêmes pour les pays développés et les pays émergents. Nous continuerons ainsi d'orienter nos investissements en faveur des pays engagés dans la transition verte en soutenant ceux qui réalisent des efforts importants.*

Maud MINUIT, Responsable Gestion Obligataire, Total Return, Cross Asset

## ESG – DETTES D'ENTREPRISES

L'augmentation du prix du gaz, la montée des émissions de GES des acteurs de l'électricité, combinés à la réduction de crédits carbone en circulation a poussé le **prix du carbone** sur le marché régulé européen à **un niveau difficilement soutenable à court terme** (le prix du carbone est actuellement déconnecté de nos capacités énergétiques de transition). Nous identifions plusieurs points d'attention pour 2022 à ce sujet :

**Nous nous attendons à une intervention Européenne pour réguler la flambée du prix du carbone par une revue du mécanisme de « cost containment ».** La crise énergétique que nous avons connu n'a pas déclenché ce mécanisme, ce qui démontre son inefficacité dans sa configuration actuelle. **Un cap ou une modération de l'inflation supplémentaire des prix du CO<sub>2</sub> va directement bénéficier à tous les secteurs soumis au marché carbone régulé en Europe et particulièrement les producteurs d'électricité dont la base de coûts est enflée par la taxe carbone avec des revenus potentiellement capés par des contrats à taux fixes.** **Nous favorisons ce secteur dans nos allocations.**

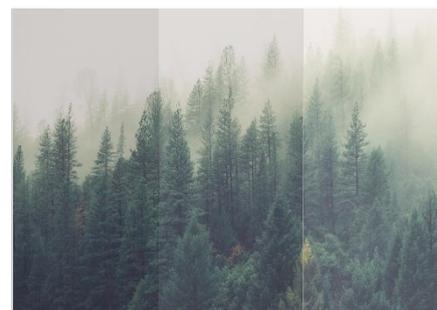
La nature au **premier plan en 2022...** La biodiversité et le changement climatique sont intimement liés, l'un jouant sur l'autre et vice versa. Les COP15 et COP26 ont conclu avec l'engagement de plus de 100 pays de mettre la biodiversité et la protection des écosystèmes **au cœur des décisions politiques et à s'engager sur la route d'un « global biodiversity framework »**, dont la suite est attendue en Avril 2022. Ceci **pourrait fortement amplifier la tendance entamée sur la création et les prix des crédits carbonés sur le marché volontaire à base de solutions basées sur la préservation/restauration de la nature.** L'accord sur l'Article 6 trouvé lors de la COP26 va, lui, permettre de mieux réguler les échanges et la comptabilité carbone dans le monde. **Nous nous attendons à une convergence des prix du carbone entre le marché régulé et le marché volontaire** (graphique des prix moyens à 2020). Ceci va pénaliser les entreprises qui utilisent des crédits carbonés (achetés sur le marché volontaire) pour compenser leurs émissions plutôt que de les réduire d'eux-mêmes.

**Nous favorisons en portefeuille et au travers de nos analyses de trajectoire, les entreprises dont la réduction des émissions est structurelle et non celles qui ne font que de la compensation.**

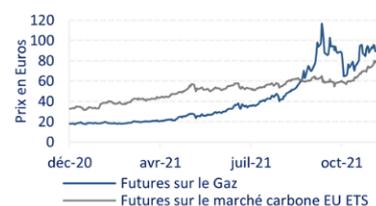
L'environnement réglementaire et les mécanismes de soutien du marché du crédit ne cessent de se durcir en lien avec la transition énergétique. Nous attendons pour 2022 les implémentations par les banques centrales et régulateurs de **plus de mesures punitives sur les émetteurs non engagés dans la transition.** La Banque d'Angleterre a entamé ce mouvement en étant la première à verdir son CSPP au travers d'une grille d'analyse par émetteur.

*Alors que plusieurs choix s'offrent à la BCE pour le verdissement de son CSPP, nous sommes convaincus que le scénario qui se rapproche le plus de la neutralité de marché est une approche par émetteur comme l'a mis en place la Banque d'Angleterre. Si ce virage est pris, il favorisera grandement les émetteurs des industries les plus polluantes ayant entamé leur transition énergétique, émetteurs de choix au sein de nos stratégies Carbon Impact crédit. Dans le cas où la BCE choisirait de grossir la part de Green et Sustainability-linked bonds, atteindre la neutralité de marché signifierait acheter la moitié des nouvelles émissions labellisées comme telles dans les prochaines années. Ceci va potentiellement créer encore plus de dispersions de prix sur ces actifs mais entraînera avec eux les compressions de prime de risques plus globales de ces émetteurs, ce dont nous bénéficierons directement.*

Marie LASSEGNORE, CFA, Gérant crédit et Responsable ESG Fixed Income

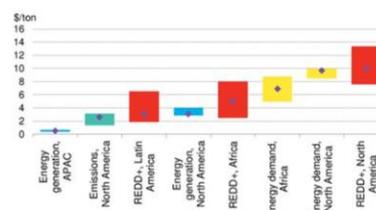


Évolution du prix du gaz et du marché carbone



Sources : Bloomberg, La Française AM. Données au 14/12/21.

Prix moyen du carbone sur le marché volontaire par secteur



Source : Bloomberg NEF, CBL. Données à décembre 2021.

## PERSPECTIVES 2022 ET ALLOCATION D'ACTIFS

La récente apparition du variant Omicron nous rappelle que l'épidémie demeurera encore en 2022 un facteur de risque important pouvant peser sur les perspectives de croissance. Néanmoins, l'adaptation possible et rapide des vaccins à ARN messager et les progrès attendus dans les traitements de la Covid devraient permettre de conserver une vue positive sur la croissance économique en cours. Le rythme de croissance ne devrait être que temporairement ralenti.

Les facteurs de soutien pour les marchés – croissance prolongée, attentes modestes sur les profits dans les prévisions du consensus aujourd'hui et donc sans doute revues à la hausse au fur et à mesure, premier plan de relance budgétaire américain qui sera déployée en 2022 et éventuellement déblocage du plan *Build Back Better* même très amendé puisque le Sénateur Munchen s'y oppose toujours, résolution de la crise de l'immobilier en Chine - devraient constituer une base solide pour permettre aux marchés de connaître en 2022 une nouvelle année de performance positive.

Évidemment, l'incertitude élevée sur les anticipations d'inflation, du côté des investisseurs comme du côté des banquiers centraux, contribue à modérer notre optimisme et joue sur nos convictions de début d'année. Les banques centrales balisent cependant aussi clairement que possible le chemin de la remontée des taux et si elles ne peuvent pas agir contre la volatilité sur les marchés obligataires, elles restent le garant d'une progression incontrôlée des taux en 2022.

Comme en 2021, nous conservons une nette sous-sensibilité obligataire et privilégions les obligations à taux variables pour le segment Investment Grade, alors que les premières hausses de taux seront pilotées dès le premier semestre aux États-Unis. De plus, nous imaginons mal comment le marché obligataire en zone Euro pourrait être totalement déconnecté des décisions faites en termes de politique monétaire de l'autre côté de l'Atlantique.

Par ailleurs, les corrections récentes plus marquées sur les primes de risque de crédit corporate High Yield, redonne à cette classe d'actifs un nouvel attrait même si le potentiel de performance sera limité, dans l'environnement haussier taux que nous anticipons, d'autant que ce mouvement devrait être raisonnable. La classe d'actifs demeure toujours intéressante dans une logique de portage, alors que les obligations à prime de risque élevées sont toujours les seuls actifs à servir du rendement.

Finalement, notre classe d'actifs privilégiée reste les actions, qui conservent des potentiels haussiers attractifs, si on accepte la volatilité de court terme. Les allocations de début d'année vont afficher un positionnement quasiment en ligne avec leurs indices sur la partie actions et toujours sous exposées aux marchés obligataires, ce qui va mécaniquement renforcer le bêta embarqué.

Comme toujours, les expositions sur les différentes classes d'actifs seront amenées à évoluer d'autant plus que la volatilité va sans nul doute se renforcer alors que le calendrier est chargé à court terme. En janvier, les marchés devraient réagir a :



En parallèle, nous devrions avoir plus de précisions sur les capacités des vaccins à combattre le variant Omicron ainsi que la poursuite de la vaccination à marche forcée en attendant des prochains vaccins plus ciblés contre le variant.

**Odile CAMBLAIN LE MOLLE**, Responsable de la Multigestion

**Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.**

**Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destiné aux clients professionnels au sens de la Directive MIF II.** 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](http://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.

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destiné aux clients professionnels au sens de la Directive MIF