

Commentaire de Gestion

Paris, le 10 juillet 2022

POURSUITE DE LA BAISSÉ DES INDICES AVEC UNE FORTE VOLATILITE

Le deuxième trimestre 2022 est marqué par le fort durcissement monétaire des Banques Centrales du fait d'une inflation trop élevée ; l'enlèvement du conflit russo-ukrainien et l'impact de la politique Zéro Covid en Chine ont entretenu l'inflation à des niveaux historiquement très élevés via la progression des prix de l'énergie/produits agricoles et des ruptures de chaînes d'approvisionnement. En conséquence, la Réserve Fédérale Américaine a surpris en remontant ses taux directeurs de 0,75 points de base (pb), ce qui a engendré des craintes quant au risque de récession. Sur les marchés, les indices obligataires ont connu un véritable « crash » lié à cette remontée brutale des taux, entraînant à la baisse les indices actions. L'indice global obligataire a reculé de -7,7% sur la période (JPM GBI Global), les corrections allant de -4,3% à -14,2% selon les sous-segments de crédit et de -1,6% à -14,5% selon les maturités des emprunts d'Etat. Du côté des actions, la correction est de -12,6% pour l'indice mondial (MSCI World), -12,9% pour le marché américain (S&P's 500), -12,1% en Europe (Stoxx Europe 50) dont -11,2% pour le CAC40, et -5,5% pour les émergents qui résistent mieux (MSCI Emerging Market). Les performances des indices sont présentées en euro et dividendes réinvestis.

Evolution des principaux indices actions depuis le 31-12



Source : MorningStar

UN ENVIRONNEMENT GÉOPOLITIQUE TRÈS INCERTAIN

La guerre en Ukraine s'enlise et ses conséquences sur l'inflation des prix des matières premières se font fortement ressentir en Europe. Les prix du gaz ont poursuivi leur envolée, la Russie réduisant de 60% ses exportations vers l'Union Européenne au

moment où l'offre américaine de gaz naturel liquéfié est moins abondante.

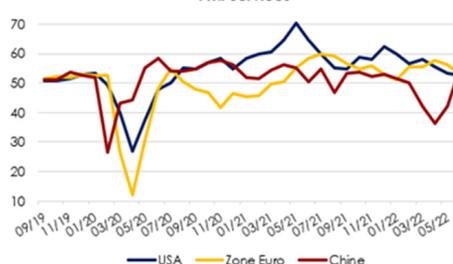
UN RISQUE SANITAIRE EN REcul EN CHINE

L'économie chinoise a ralenti en raison de la politique « Zéro Covid ». Le début des déconfinements de Shanghai (poumon de l'économie chinoise) et Pékin ont favorisé les indices actions. De nouveaux variants apparaissent dans le monde sans provoquer de trop fortes inquiétudes.

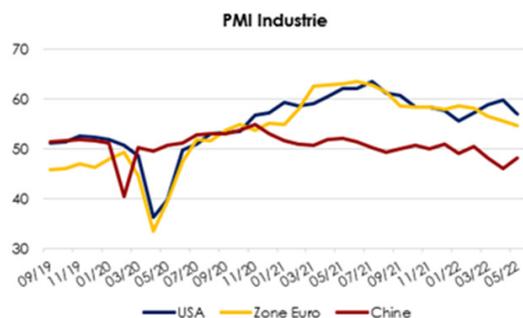
UN NET RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les indicateurs avancés de l'activité économique sont en recul aux Etats-Unis et en Zone Euro, l'activité demeurant toutefois au mois de juin en zone d'expansion ; les taux de chômage sont au plus bas et les résultats des entreprises publiés pour le 1er trimestre ont montré une forte résilience des marges. La confiance des ménages recule (érosion du pouvoir d'achat et hausse du coût de crédit) et le marché américain de l'immobilier montre des signes de ralentissement. L'OCDE a révisé à la baisse ses prévisions de croissance économique et à la hausse celles de l'inflation. Ainsi, la croissance mondiale est estimée à +3% (versus +4,5% en décembre) cette année et +2,8% en 2023, avec une inflation de +8,5% (vs +5% en décembre) et 6% l'an prochain. Les économies américaine et européenne progresseraient de +2,5% et +2,6% respectivement puis de 1,2% et 1,6% avec une inflation de +7% pour les deux zones et un retour à +3,5% et +4,6% en 2023. L'économie chinoise croîtrait de +4,4% en 2022 (vs +5,1%), puis de 4,9% avec une inflation maîtrisée (+2 et +3%). L'inflation a atteint +8,6% aux Etats-Unis et en Zone Euro pour un objectif des banques centrales à 2%.

PMI Services



Source : MarketMap



Source : [MarketMap](#)

Accélération du relèvement des taux d'intérêt directeurs

Après une hausse inattendue de l'inflation à 8,6% en mai, soit un plus haut depuis 40 ans, la Réserve Fédérale américaine a augmenté ses taux de 75 points de base (pb), après les avoir relevés de 25 puis de 50 pb. Les économistes et investisseurs estimaient que le pic d'inflation était atteint en mars, d'où la surprise sur les marchés. En Zone Euro, la Banque Centrale Européenne a surpris également en ouvrant la voie à une hausse des taux directeurs de 50 pb en septembre, après une première hausse de 25pb en juillet. Cela soulève des inquiétudes quant à un ralentissement économique brutal, notamment en Europe, plus fragilisée du fait du risque de rupture d'approvisionnement en gaz russe.

Forte remontée du rendement des Emprunt d'Etat.

L'accélération de l'inflation et le durcissement monétaire ont provoqué la remontée des rendements des emprunts d'Etats courts et longs. Ainsi, l'emprunt américain à 10 ans a atteint 2,97% en fin de période (après un plus haut à 3,48% mi-juin et versus 2,33% à fin mars 2022), l'emprunt allemand est remonté à +1,37% (1,77% au plus haut et vs +0,55% en mars) et l'emprunt français termine à +1,95% (2,24% au plus haut et vs +0,98%). En fin de période, les rendements se sont détendus du fait des anticipations de récession dans les pays développés. La Chine se situe dans un cycle monétaire et économique en complet décalage avec les pays développés, la politique monétaire étant accommodante dans un environnement sans inflation.

Evolution des taux d'intérêt court, moyen et long terme

	2 ans	5 ans	10 ans
Etats-Unis	2,92%	3,00%	2,97%
Allemagne	0,67%	1,10%	1,37%
France	0,58%	1,35%	1,95%

Source : [Marketmap](#)

CORRECTION MAJEURE DES GRANDES CLASSES D'ACTIFS

Les actions de style « Value » ont, dans un premier temps, mieux résisté à la baisse que les actions dites de Croissance. Puis la vague baissière a touché tous les styles de gestion. La remontée des taux d'intérêt a provoqué le réajustement de la valorisation des actifs risqués, et notamment des valeurs de croissance relativement chères comparées aux valeurs décotées (financières, pétrolières notamment). Mi-juin, lorsque les marchés se sont mis à anticiper une récession économique dans les pays développés (politiques monétaires très restrictives), les investisseurs ont recherché les valeurs défensives (télécoms, alimentaire, santé, consommation durable).

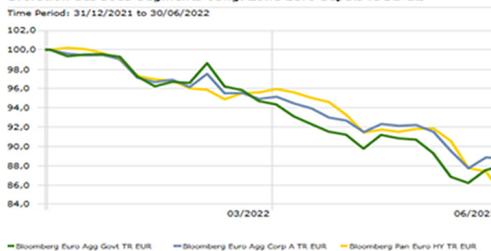
Evolution du style Croissance/Value depuis le 31-12



Des sous-segments obligataires en fort recul.

Les obligations souveraines américaines (emprunts d'Etat) ont relativement mieux résisté sur la période ; les obligations d'entreprises à haut rendement ont fortement corrigé, face au risque de récession pouvant entraîner des défaillances d'entreprises. Les obligations à durée courte ont mieux protégé les portefeuilles : les obligations d'Etats à plus de 10 ans en Zone Euro ont perdu près de 15% quand celles à 1-3 ans ont perdu 1,6% (en euro).

Evolution des sous-segments oblig. Zone Euro depuis le 31-12



Source : [MorningStar](#)