

# Commentaire de Gestion

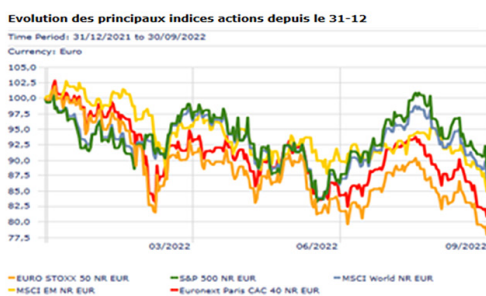
Paris, le 14 octobre 2022

## RECUL DES INDICES AVEC UNE TRES FORTE VOLATILITE

Au troisième trimestre les marchés actions et obligataires ont nettement rebondi jusqu'à la mi-août, pour reculer à nouveau jusqu'à fin septembre. Le rebond a été porté par l'anticipation d'une politique monétaire américaine plus accommodante dès 2023, du fait de signes de ralentissement économique et d'une inflation qui semblait avoir atteint son pic ; le durcissement monétaire annoncé à la réunion des banquiers centraux à Jackson Hole suite aux mauvais chiffres d'inflation, ont fait craindre une récession au niveau mondial, inversant brutalement la tendance boursière haussière. Ainsi, l'indice obligataire mondial recule de 6,5% (Bloomberg Global Agg Bond), celui de la Zone Euro perd 4% (Bloomberg Euro Agg Bond).

Sur les actions, tous les grands indices corrigent : -13% pour l'indice phare des marchés émergents (MSCI EM), -7,2% pour le monde (MSCI World), -5,7% pour le marché américain (S&P 500) et -5,3% pour la Zone Euro (Stoxx Europe 50, dont -4,3% pour le CAC40).

Les performances des indices sont présentées dividendes réinvestis.



Source : MorningStar

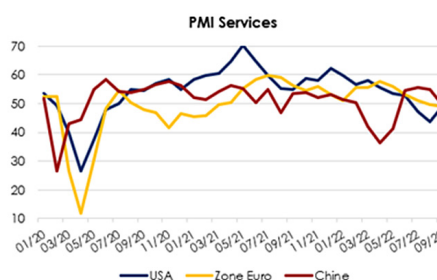
## DES TENSIONS GEOPOLITQUES EXACERBEES

En Europe, l'interruption des livraisons de gaz via le gazoduc Nordstream 1, les référendums planifiés par Moscou pour annexer 4 régions ukrainiennes, la mobilisation de 300.000 réservistes, la menace de l'utilisation de l'arme nucléaire et le sabotage présumé des gazoducs Nord Stream 1 et 2 sont de nature à amplifier le conflit avec la Russie, qui risque de s'enliser durablement. Plusieurs mesures sont prises en Europe pour soutenir les

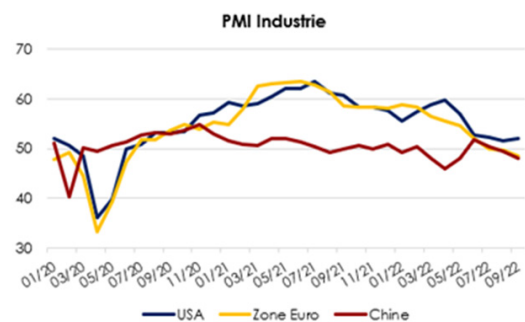
entreprises, le pouvoir d'achat des ménages et limiter la hausse des prix de l'énergie. Par ailleurs, les tensions sino-américaines autour de Taïwan ont perturbé les transports maritimes mondiaux, le détroit de Taïwan étant emprunté par près de la moitié de la flotte mondiale de conteneurs. Pour y faire face, les entreprises diversifient leurs sources d'approvisionnement.

## ACCROISSEMENT DU RISQUE DE FORT RALENTISSEMENT MONDIAL

Aux Etats-Unis, si le durcissement de la politique monétaire commence à avoir des effets sur l'immobilier, l'économie est résiliente, le marché de l'emploi très solide. L'épargne des ménages et le faible endettement des entreprises sont des facteurs de soutien à l'économie. Les résultats des entreprises au 2ème trimestre ont été de bonne facture. En Europe, les indicateurs de confiance et d'activité se dégradent modérément ; si l'Allemagne est plus affectée par la crise énergétique, elle crée encore des emplois. Le choc de la hausse des prix de l'énergie rend non rentables certaines activités économiques et réduit le pouvoir d'achat des agents économiques. Les Etats renforcent les mesures de soutien temporaires, de façon à limiter l'ampleur du ralentissement. En Chine, le marché de l'immobilier continue de se dégrader et la croissance du crédit est faible malgré les mesures de soutien. Aussi les prévisions de croissance se dégradent. Pour l'OCDE, la croissance du PIB mondial serait de +3% et +2,2% pour 2022 et 2023 respectivement au lieu de +4,5% et +3,2% prévus fin 2021. L'inflation devrait être de +8,2% et +6,6% pour les pays du G20, en 2022 puis 2023.



Source : MarketMap



Source [MarketMap](#)

## LES BANQUES CENTRALES ONT CONFIRME LEUR VOLONTE DE DURCIR LEUR POLITIQUE MONETAIRE

malgré le ralentissement de l'activité économique en cours. La Réserve Fédérale américaine a relevé de 75 points de base ses taux directeurs en septembre comme en juillet du fait de l'augmentation de l'inflation de base (hors alimentaire et énergie), au risque de freiner l'activité économique et l'emploi. Elle prévoit des niveaux de taux durablement élevés et révisé à la baisse ses prévisions de PIB américain tout en augmentant celles de l'inflation. Elle vise des taux de 4,4% fin 2022 et 4,6% fin 2023 après les avoir maintenus près de zéro jusqu'en mars dernier pour soutenir la reprise après la pandémie de Covid. En Zone Euro, la Banque Centrale Européenne a augmenté ses taux de 75 points de base après 50 pb en juillet, de façon à briser la spirale inflationniste, quitte à aggraver la probable récession provoquée par l'emballement des prix et la crise énergétique. Seuls le Japon et la Chine ont des politiques plus souples de fait d'une faible inflation.

## POURSUITE DE LA FORTE REMONTEE DU RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ETAT,

les tensions sur les prix n'ayant pas atteint leur pic. Les rendements souverains à 10 ans ont évolué en dent de scie, traduisant une phase de détente en juillet puis d'inquiétude en août et septembre : le rendement de l'emprunt américain a atteint 3,80% en fin de période après avoir reculé à +2,60% début août et versus +2,97% à fin juin ; l'emprunt allemand est remonté à +2,11% après +0,81% début août et +1,37% fin juin ; celui de l'emprunt français termine à +2,73% après 1,34% début août et +1,94% fin juin.

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

|            | 2 ans |   | 5 ans |   | 10 ans |   |
|------------|-------|---|-------|---|--------|---|
| Etats-Unis | 4,27% | ↗ | 4,08% | ↗ | 3,83%  | ↗ |
| Allemagne  | 1,76% | ↗ | 1,97% | ↗ | 2,11%  | ↗ |
| France     | 1,82% | ↗ | 2,23% | ↗ | 2,72%  | ↗ |

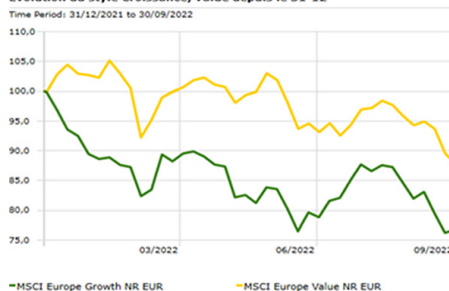
Source : [Marketmap](#)

## LES INVESTISSEURS ONT PRIVILEGIE LA CROISSANCE ET LA LIQUIDITE

Sur la période, quelle que soit la zone géographique, les sociétés de « croissance » et les larges capitalisations se sont mieux comportées que les entreprises « value » et les petites capitalisations boursières (-3,6% vs -8% en Europe). Si les entreprises décotées et cycliques se comportent bien lors des périodes de remontée des taux, il en va autrement quand s'accroît le risque de récession : les investisseurs réduisent leur exposition aux classes d'actifs risquées - actions, obligations haut rendement notamment - puisque les profits des entreprises devraient reculer et les taux de défaut remonter. Les entreprises de qualité (absence d'endettement, « business models » solides), de

croissance (structurelle, relativement indépendante de l'activité économique) et ayant la capacité à passer des hausses de prix sont des investissements privilégiés dans une optique moyen-long terme.

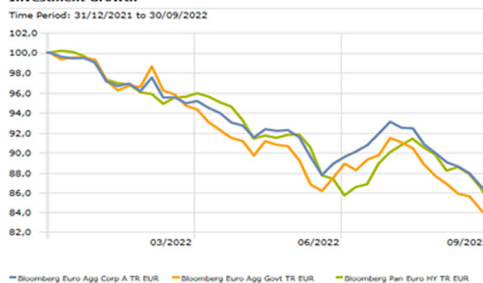
Evolution du style Croissance/Value depuis le 31-12



## LES OBLIGATIONS À HAUT RENDEMENT TIRENT LEUR ÉPINGLE DU JEU (-1,7% vs -4,3% pour les souveraines en Zone Euro).

Les écarts de rendements des obligations « High Yield » avec les obligations souveraines sont tels qu'ils intègrent une remontée du taux de défaut jugée trop pessimiste par les gérants obligataires. Le risque est suffisamment rémunéré, ce qui rend ce segment de nouveau attrayant. Les obligations de qualité ont plus souffert de la remontée des taux (faible rémunération du risque). Par zone géographique, l'Europe a davantage souffert que les Etats-Unis et les émergents du fait des événements en Italie (victoire de l'extrême droite aux élections législatives, historiquement averse à l'Europe) et en Grande Bretagne (politique budgétaire en totale contradiction avec la politique monétaire), suscitant de l'incertitude.

Investment Growth



Source [MorningStar](#)