



Gestion Privée - Lettre trimestrielle Décembre 2021

Le dernier trimestre de l'année 2021 a été marqué par une poursuite de la croissance de l'économie mondiale malgré de nombreux vents contraires. La résurgence des cas de COVID, la forte tension sur les chaînes logistiques ou encore l'inflation n'ont pas empêché les indices actions de poursuivre leur progression.

Aux États-Unis, le PIB a augmenté de 6,9% en rythme annualisé sur le trimestre, après 2,3% au troisième trimestre. Ce rebond a été favorisé par un soutien budgétaire important, bien que la reprise de l'épidémie ait pesé sur l'activité des entreprises en fin d'année. Le phénomène de restockage ainsi que les dépenses de consommation ont particulièrement contribué à la croissance. Dans ce contexte, le marché du travail est resté très tendu, avec un taux de chômage terminant l'année sous les 4%. Du point de vue politique, Joe Biden n'a pas réussi à faire voter son plan « Build Back Better » de 1 750 milliards de dollars, en raison de l'opposition du sénateur Joe Manchin. Cet échec est néanmoins à relativiser au regard des mesures déjà adoptées plus tôt dans l'année et du risque de surchauffe pointé par certains économistes. En effet, l'inflation que l'on jugeait initialement transitoire a perdu ce qualificatif et a atteint c.7% sur l'année 2021. Réélu à la tête de la FED, Jerome Powell a ainsi adopté un ton moins accommodant en décidant d'accélérer sa réduction d'achats d'actifs de 30 milliards de dollars par mois, contre 15 précédemment. La FED a également annoncé trois hausses de taux par an en 2022 et 2023, soit un calendrier bien plus agressif qu'anticipé.

En Europe, les chiffres de la croissance du quatrième trimestre devraient faire apparaître des écarts selon les pays. Avec des restrictions plus importantes qu'ailleurs, le poids de l'industrie pénalisée par les tensions d'approvisionnement et le coût de l'énergie, l'Allemagne par exemple pourrait voir son PIB se contracter légèrement sur la fin de l'année. Du point de vue de la politique monétaire, la BCE s'est montrée plus prudente que son homologue américaine en souhaitant maintenir une politique très accommodante tant que la reprise n'est pas complète. Le programme de rachat d'actifs (PEPP) a été porté à 1 850 milliards d'euro et durera jusqu'à la fin mars 2022, tandis que les taux sont restés inchangés. Le plan classique de rachats d'actifs APP a quant à lui été augmenté de 20 à 40 milliards d'euros par mois. Christine Lagarde a par ailleurs jugé peu probable que la BCE relève ses taux en 2022. En termes d'inflation, celle-ci s'établit à 5% à fin décembre, tirée par la flambée des prix de l'énergie.

Dans les pays émergents, un certain phénomène de rattrapage dans les programmes de vaccination s'est globalement opéré. En Chine, les autorités ont agi tant sur le plan monétaire, avec une baisse des taux, que budgétaire, avec une hausse des quotas d'emprunts afin de stabiliser l'économie à l'approche du vingtième congrès du parti communiste. La stratégie zéro-covid du pays ainsi que les tensions sur le marché de l'énergie ont parfois entraîné des arrêts d'usines qui ont pénalisé la croissance. En Turquie, l'ingérence du Président Erdogan dans la politique de la banque centrale a mené à une forte chute de la lire (-33% face au dollar). En Russie, l'économie termine l'année en croissance de 4,5%, tirée notamment par la hausse des prix des matières premières.

	Gay-Lussac Microcaps	RJ Funds Smicrocaps	Gay-Lussac Smallcaps	Gay-Lussac Green Impact	Gay-Lussac Europe Flex	Gay-Lussac Heritage
Code ISIN	FR0010544791	LU2022049022	FR0011759299	FR0010178665	FR0013280211	FR0010883017
Capitalisation	Micro	Micro	Small	Toutes Capi	Toutes Capi	Diversifié
Exposition (7)	4	5	5	5	4	3
VL en €* Perf. 2021*	728,78€ 39,5%	259,34€ 35,2%	365,40€ 30,5%	454,63€ 20,7%	202,70€ 16,3%	191,46€ 1,8%
Gérants	L. de FELS - H.VOILLAUME, CFA	L. de FELS - H.VOILLAUME, CFA	L. de FELS - H.VOILLAUME, CFA	L. de FELS - H.VOILLAUME, CFA	L. de FELS - H.VOILLAUME, CFA	L. de FELS - H.VOILLAUME, CFA

* Données au 31/12/2021

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps. Les performances des fonds sont calculées avec coupons et dividendes réinvestis. Ce document est un document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, diffusé à des fins d'information et ne saurait en aucun cas s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat des titres qui y sont mentionnés. Il est la propriété de Gay-Lussac Gestion.

La reproduction ou la distribution en est strictement interdite sans l'autorisation écrite préalable de la société Gay-Lussac Gestion.

Notre stratégie d'investissement

Actions

ACTIONS



NON ACTIONS

Comme nous l'avions anticipé au trimestre dernier la politique budgétaire à l'échelle mondiale devient progressivement moins accommodante. Selon nous, dans un contexte de durcissement du discours des banques centrales en lien avec l'inflation encore élevée, cela limite le potentiel des marchés actions à court terme. Même si l'attractivité de la classe d'actifs actions s'amenuise, celle-ci demeure toujours plus intéressante que la trésorerie. Nous privilégions toutefois les thématiques suivantes : les valeurs de qualités sous valorisées, les valeurs décorréliées qui passent au travers de la rotation sectorielle et qui sont plus résilientes dans un contexte inflationniste touchant aussi bien les États-Unis, l'Europe que l'Asie.

EUROPE



ÉTATS-UNIS

La dynamique macroéconomique mondiale est résiliente et les effets d'Omicron vont être modérés et temporaires. L'articulation des politiques monétaires et budgétaires est néanmoins moins favorable qu'au trimestre précédent. Dans ce contexte, l'Europe nous semble plus avancée que les États-Unis dans la vague épidémique et le policy-mix y est plus favorable. Nous estimons que l'écart transatlantique peut de nouveau se creuser d'autant plus que l'Europe que nous privilégions bénéficie d'une pondération supérieure des valeurs cycliques comparées aux États-Unis. Enfin, les prévisions de croissance sur les BPA 2022 sont actuellement de +9% pour les États-Unis et entre 10-15% pour la Zone Euro.

EUROPE



EMERGENTS

Les actions des pays émergents ont clôturé l'année 2021 en hausse de seulement 5% en euros contre plus de 20% pour les actions des pays développés. La dette émise en dollars après avoir nettement sous-performé les mois précédents fait finalement jeu égal avec la dette des pays développés. Enfin, les devises des pays émergents se sont stabilisées après une longue tendance baissière. Nous constatons par ailleurs que la décote sur les pays émergents vis-à-vis des pays européens en matière de P/E est notable avec une décote de près de 20% (un plus bas niveau depuis 10 ans). Toutefois, il faut garder à l'esprit que la difficulté sur les pays émergents reste le durcissement des politiques monétaires mondiales à venir cette année qui auront un impact notable sur le marché et particulièrement sur les valeurs émergentes endettées en dollars ou euro. Nous continuons donc de privilégier l'Europe dans ces circonstances.

VALUE



GROWTH

Les actions « cycliques/value » comme les compagnies aériennes, l'hôtellerie, l'énergie et les financières ont encore du potentiel au cours de ces prochains mois. En effet, la normalisation monétaire, avec l'annonce de plusieurs hausses de taux directeurs cette année et la volonté de réduction du bilan de la FED qui pourrait intervenir dès juillet, a conduit à une nette hausse des taux longs ces dernières semaines. En conséquence, les valeurs à moins longue durée, c'est-à-dire celles ayant une valeur terminale pesant moins dans la valeur d'entreprise connaissent une bien meilleure résilience face à ces évolutions de taux. Les valorisations sur les sociétés dites value demeurent bien plus attractives que celles considérées comme growth qui risquent encore de souffrir au fur et à mesure des hausses de taux cette année. Nous privilégions un positionnement sur des valeurs de qualité sous valorisées et décorréliées.

Obligations

EUROPE
GOVIES



EUROPE
CORPORATE

Sur le trimestre, les taux longs souverains ont continué leur progression (+43pb pour l'OAT et +22pb pour le Bund). Sur le plan monétaire. La BCE s'est montrée plus prudente que son homologue américaine en souhaitant maintenir une politique monétaire très accommodante tant que la reprise n'est pas complète. Le programme de rachat d'actifs (PEPP) a été porté à 1 850 milliards d'euro et durera jusqu'à la fin mars 2022, tandis que les taux sont restés inchangés. La tendance sur les taux longs en Europe est aujourd'hui orientée à la hausse. Nous continuons donc de privilégier le crédit aux taux souverains et préconisons de réduire la durée des portefeuilles.

ÉTATS-UNIS
GOVIES



ÉTATS-UNIS
CORPORATE

Au cours du trimestre, les taux longs américains ont enregistré une hausse de c. 23pb. Le risque de hausse sur les taux longs reste relativement important à court terme. En effet, la FED, qui affirmait initialement le caractère transitoire de l'inflation, a finalement dû modifier sa politique face à une hausse des prix plus importante qu'anticipée et aux tensions sur le marché du travail. L'institution a par ailleurs acté le ralentissement de son programme de rachat d'actifs (« tapering »). Enfin, les premières hausses de taux devraient débuter en 2022. Dans ce contexte, nous continuons de préférer le crédit mais jugeons qu'il redevient intéressant de se positionner sur les Treasuries vers un taux de 1,80%.

Cette lettre, de nature non contractuelle, vous est remise à titre d'information. Elle ne constitue ni un conseil en investissement ni une offre d'achat ou de vente d'un instrument ou service financier, et elle est uniquement destinée aux ressortissants de pays où son utilisation n'est pas contraire aux lois et réglementations en vigueur. La reproduction ou distribution de ce document est soumise à autorisation préalable de notre société.

Les instruments ou valeurs figurant dans cette lettre sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne saurait être donnée sur leurs performances ou évolutions futures. Les données statistiques historiques de source publique sont fournies à titre indicatif. Par ailleurs, certains instruments ou valeurs figurant dans cette lettre peuvent présenter des risques particuliers et ne sont pas adaptés à tous les investisseurs. Les informations contenues dans cette lettre ont été préparées sur la base de nos connaissances au moment de la publication de la lettre et n'ont pas fait l'objet d'un examen ou d'une certification par le commissaire aux comptes des fonds ou de notre société. Toute personne désirant investir dans les instruments ou valeurs mentionnés dans cette lettre est tenue de contacter son interlocuteur habituel au sein de notre société.