



## Gestion Privée - Lettre trimestrielle Mars 2022

**Le premier trimestre 2022 a été marqué par l'invasion russe sur le territoire ukrainien et l'incertitude protéiforme qui s'en est suivie. L'une des conséquences a été l'envolée de l'inflation et le retour de plus fortes tensions sur les matières premières provoquant des difficultés sur les chaînes d'approvisionnement. Les marchés sont désormais préoccupés par le risque de récession.**

**Aux États-Unis**, le trimestre a été marqué par un rebond plus pérenne de la croissance américaine, encore assez épargnée par l'impact du conflit. Cette bonne dynamique a reposé sur une progression notable de la consommation et de l'investissement des entreprises. Les indices manufacturiers sont également ressortis au-delà des attentes, s'enregistrant à 58,8 en fin de trimestre soit le score le plus élevé depuis septembre dernier. Cependant les risques pèsent désormais sur la croissance mondiale qui a été révisée à 3,5% pour 2022 contre 4,2% précédemment. Cela ne devrait pas spécifiquement impacter la demande interne mais les déséquilibres sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, en particulier avec les nouveaux confinements en Chine qui pourraient bien enrayer la croissance américaine également. L'inflation, publiée à 8,5% en mars en glissement annuel, reste également inquiétante alors que l'impact du conflit n'est pas encore entièrement visible sur les prix. Hors sortie de route des prochains indicateurs d'activité, le scénario macroéconomique américain devrait permettre à la FED de continuer, à minima, son resserrement monétaire, comme évoqué par le discours davantage « hawkish » des membres du FOMC en avril et des anticipations d'une hausse de 50 points de base dès la prochaine réunion de la FED. Par conséquent, les marchés prévoient désormais 8 hausses de taux en 2022 et le 10 ans américain s'est donc approché de 3% en mars, un niveau jamais atteint depuis décembre 2018, entraînant la chute des valeurs de croissance dans son sillage.

**En Europe**, la proximité du conflit a entraîné des répercussions sur de nombreux plans. Même si la levée des contraintes sanitaires a boosté la croissance économique sur le trimestre, les indicateurs PMI provisoires ont confirmé les craintes de ralentissement de l'activité. La statistique de confiance des consommateurs a fortement déçu, chutant sur un point bas depuis le début de la pandémie. Néanmoins, la bonne orientation du marché de l'emploi et le soutien budgétaire devraient permettre de contenir le ralentissement de la consommation à court-terme. L'inflation européenne a largement surpris les attentes au mois de mars, ressortant à 7,3% en glissement annuel contre 6,7% notamment à cause de l'envolée des prix de l'énergie. Les conséquences du conflit sont encore difficiles à saisir pleinement mais les disruptions sont notamment à attendre du point de vue des matières premières et de la logistique. L'impact se fera donc de manière graduelle, d'abord sur la consommation discrétionnaire puis dans l'industrie et enfin dans les services. Moins agressive que la FED, la BCE pourrait progressivement changer de paradigme en initiant des hausses de taux directeurs d'ici la fin d'année.

**Dans les pays émergents**, la hausse des prix de l'énergie, des engrais et des céréales a contribué à une flambée des prix alimentaires qui pourrait créer des troubles sociaux-politiques. En Chine, le maintien de la politique zéro-COVID n'a pas empêché une remontée des contaminations. Les nouveaux confinements mis en place devraient davantage perturber le fonctionnement des chaînes d'approvisionnement. L'accélération de l'inflation va précipiter le processus de normalisation monétaire au détriment du soutien à la croissance.

	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)	5	5	5	5	4	3
VL en €* Perf. 2022*	670,95€ -7,9%	232,39€ -10,4%	325,21€ -11,0%	412,95€ -9,2%	194,83€ -3,9%	183,06€ -4,4%
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 31/03/2022

**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

Notre constat du précédent commentaire trimestriel tient toujours : le resserrement monétaire s'opère progressivement. En mars, la réserve fédérale américaine a en effet relevé ses taux directeurs d'un quart de point afin de lutter contre l'inflation. D'autres hausses seront effectuées par l'institution durant l'année, ce qui se reflète in fine dans la progression du taux dix ans américain. Dans ce contexte, bien que les actions pâtissent de la remontée des taux, nous considérons toujours comme judicieux de s'y exposer, en privilégiant des valeurs de qualité défensive et/ou décorréliées. Nous restons par ailleurs attentifs aux différents sujets de tension, tels que la guerre en Ukraine et ses multiples conséquences, les tensions toujours persistantes sur les chaînes d'approvisionnement, ou encore les difficultés de recrutements.

EUROPE



ÉTATS-UNIS

Nous continuons de privilégier l'Europe aux États-Unis. Le policy mix nous semble toujours plus favorable sur le Vieux Continent, notamment en raison du déploiement des mesures de soutien budgétaire ainsi que d'un resserrement monétaire moins rapide. En effet, si la réserve fédérale américaine a déjà débuté son cycle de hausses de taux, la BCE se montre elle plus attentiste. La remontée des taux directeurs en zone euro pourrait toutefois débiter plus tard dans l'année. Par ailleurs, rappelons que les multiples de valorisation sont moins exigeants en Europe qu'aux États-Unis, ce qui protège davantage les actions des effets d'un resserrement monétaire. Nous restons cependant attentifs aux évolutions du conflit en Ukraine et ses conséquences protéiformes (coût de l'énergie, coût des matières premières, effets des sanctions économiques).

EUROPE



EMERGENTS

En ce début d'année, les marchés actions émergents ont continué de sous-performer les marchés actions des pays développés. Cela nous semble être le reflet de l'effet du choc monétaire des mois précédents en provenance des États-Unis, accentué par la décote croissante sur le marché chinois compte tenu des difficultés de stabilisation macroéconomique. La reprise de l'épidémie dans certaines grandes métropoles comme Shanghai ont également ralenti l'activité économique en Chine. Nous soulignons que le marché russe ne fait plus partie du MSCI Emergents et qu'il s'agit d'une décote hors marché russe. Les marchés émergents souffrent également du repli de l'appétit pour le risque général avec le choc lié à la guerre en Ukraine. A cet égard, l'inflation sur les matières premières est déstabilisante, car les anticipations d'inflation sont moins bien ancrées que dans les pays développés. Au vu des éléments évoqués précédemment et malgré cette décote importante sur la classe d'actifs émergents nous continuons de privilégier l'Europe.

VALUE



GROWTH

Les actions à plus longue durée dites « growth » devraient continuer de connaître un moindre potentiel d'appréciation dans ce contexte de politique monétaire qui se durcit davantage. Nous observons, en effet, des probabilités de plus en plus importantes de relèvement des taux en Europe et fin des rachats d'actifs pour tenter de juguler la flambée des prix accentuée par la guerre en Ukraine. Par ailleurs, les moteurs de croissance se sont dégradés en ce début d'année notamment en raison des difficultés et pénuries sur les chaînes d'approvisionnement. Un choc devrait donc se faire sentir sur les bénéficiaires par action européens. À noter que les économistes commencent de plus en plus à intégrer une révision baissière de ces bénéficiaires pour 2022. En conséquence, nous nous concentrons plus que jamais sur le stock picking et la valorisation des sociétés sur lesquelles nous investissons et privilégions un positionnement sur des valeurs de qualité sous valorisées.

### Obligations

EUROPE  
GOVIES



EUROPE  
CORPORATE

L'accélération de l'inflation en Europe incite la BCE à adapter sa politique monétaire et crée de la pression sur la courbe de taux. Les taux longs souverains ont poursuivi leur forte ascension sur le trimestre. Le Bund progresse de près de 73pb à 0,545% au 31 mars 2022 et retrouve ses niveaux de fin 2018. Malgré des hausses de taux attendues par le consensus, les opérateurs de marché manquent de visibilité quant aux actions à venir de la BCE. L'institution européenne doit en effet combattre l'inflation sans pour autant stopper la dynamique de reprise économique post-covid, déjà ralentie par cette même inflation sur les entreprises et ménages. Dans ce contexte, nous privilégions toujours le crédit aux obligations souveraines.

ÉTATS-UNIS  
GOVIES



ÉTATS-UNIS  
CORPORATE

La probabilité de la poursuite de la hausse sur les taux longs nominaux et réels devient moins forte. Le changement de ton de la Fed face à l'exacerbation de l'inflation semble déjà bien compris par le marché. En effet, après une première hausse de 25pb, à chaque réunion pourrait avoir lieu une hausse de 50pb des taux directeurs. Le consensus s'attend encore à 8 hausses de taux. Le FOMC a d'ailleurs annoncé réduire son bilan de 95Mds\$ par mois. Certainement proche du pic sur les taux longs, la courbe de taux offre, selon nous, une opportunité de se réintéresser progressivement aux obligations d'Etat. Toutefois, nous privilégions une approche diversifiée entre les corporates et les govies, mais restons toujours à l'écart du High Yield face au risque de ralentissement économique.

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.

GAY-LUSSAC GESTION - S.A.S, au capital social de 391 200 € Immatriculée au RCS Paris 397 833 773 - N° agrément AMF GP 95-001 Siège social : 45 avenue George V - 75008 PARIS - France.