



## Gestion Privée - Lettre trimestrielle Juillet 2022

**Le second trimestre 2022 a été marqué par un glissement de la thématique stagflationniste pure vers une thématique récessive. Le climat d'incertitude protéiforme lié aux conséquences de l'invasion russe continue d'agir comme épée de Damoclès sur l'économie mondiale.**

**Aux États-Unis**, l'activité économique résiste bien jusqu'ici grâce à une forme d'inertie dans les services et des créations d'emplois encore robustes. La dynamique de croissance est restée bonne, grâce aux dépenses des ménages dans les services qui ont bénéficié de la réouverture de l'économie et de l'épargne accumulée durant la pandémie. Néanmoins, les premiers signes de ralentissement apparaissent avec un marché immobilier qui freine nettement, pénalisé par la hausse des taux hypothécaires. La dynamique inflationniste demeure forte dans son ensemble et, alors que le marché attendait un pic d'inflation en mai, l'IPC de juin est ressorti à 8,6% en glissement annuel, soit une accélération par rapport à mai, ce qui a provoqué la forte chute des indices américains et mondiaux. Après une première hausse de 75 points de base en juin, Jerome Powell s'est montré ferme sur la nécessité d'empêcher l'inflation de s'éloigner durablement de l'objectif de la FED. S'il reconnaît qu'il existe un risque que le durcissement des conditions financières ralentisse trop fortement l'économie américaine, il juge celle-ci encore en bonne santé et qu'elle dispose encore de marges de manœuvre importantes afin d'éviter une récession brutale ou une hausse significative du taux de chômage selon lui. La Fed va donc poursuivre ses relèvements de taux, mais le rythme de hausse dépendra des chiffres de l'inflation.

**En Europe**, les principaux indicateurs d'activité ont plutôt bien résisté, portés par les services. Néanmoins, au cours du mois de juin, l'indice PMI manufacturier de la zone euro a reculé à 52,1, soit un plus bas depuis août 2020, premier signal d'un potentiel ralentissement économique. En résultante, l'euro a perdu 4,5% en change contre le dollar se rapprochant dangereusement de la parité avec le dollar. Les tensions inflationnistes restent également élevées. L'indice des prix à la consommation reste en hausse de 8,6% en rythme annuel. Le conflit continue de nourrir l'inflation au travers du renchérissement du coût de l'énergie. Face à la réduction des importations de gaz russe, les pays européens ont validé les objectifs de remplissage des stocks avant l'hiver mais la possibilité d'un rationnement énergétique cet hiver est désormais au cœur des débats. Même si le bouclier tarifaire continuera de protéger partiellement le pouvoir d'achat des ménages, deux composantes importantes sont à prendre en compte. Dans un premier temps, le bouclier tarifaire ne protégera pas les entreprises, qui affichent des messages de prudence sur les perspectives des mois à venir. Dans un second temps, le coût astronomique pour les états membres du maintien du bouclier pourrait peser sur leur stabilité financière. Nous restons donc attentifs aux évolutions des relations entre la Russie et l'Europe notamment dans les semaines à venir avec la fin de la maintenance du gazoduc Nord Stream 1 prévue le 24 juillet. Dans ce contexte géopolitique compliqué, la banque centrale a confirmé la fin de son programme de rachat d'actifs à partir de juillet ainsi qu'une hausse de ses taux directeurs de 25 points de base (pouvant aller jusqu'à 50 points de base en fonction des derniers chiffres d'inflation) avant une seconde hausse de taux au mois de septembre. L'institution cherche également à éviter le risque de « fragmentation » de la zone euro en limitant les spreads de taux.

**Dans les pays émergents**, la dynamique macroéconomique est plus positive mais tirée par un seul pays. En Chine, la mobilité et les PMI rebondissent, en témoigne des indicateurs PMI chinois de nouveau supérieurs à 50. Le risque épidémique reste présent pour l'automne/hiver en raison d'une séroprévalence toujours faible et d'une couverture vaccinale réduite.

	Gay-Lussac Microcaps	Gay-Lussac Microcaps Europe	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	6	4	3
VL en €* Perf. 2022*	612,02€ -16,0%	209,61€ -19,2%	290,07€ -20,6%	366,98€ -19,3%	181,82€ -10,3%	172,75€ -9,8%
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 30/06/2022

**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

De nombreux facteurs ont encore pénalisé le marché actions sur le second trimestre. La guerre en Ukraine et ses multiples conséquences ont pesé sur l'économie mondiale. Des craintes sur les approvisionnements en matières premières agricoles et en énergies ont rendu les agents économiques nerveux et ont affecté à la hausse les taux d'inflation déjà élevés. Dans ce contexte, les banques centrales poursuivent leurs resserrements monétaires. La fin des programmes d'assouplissement ainsi que la hausse des taux d'intérêts ont fait baisser les niveaux des valorisations des actions. Néanmoins le recul sur les taux constaté en juin indique que le marché s'attend à des politiques monétaires finalement moins restrictives qu'annoncées. Nous considérons que de nombreuses opportunités d'investissement sont ainsi apparues sur des sociétés de qualité. L'exposition aux actions par un stock-picking rigoureux s'avère donc toujours pertinente.

EUROPE



ÉTATS-UNIS

Bien que la zone euro reste exposée aux tensions liées au conflit en Ukraine et à l'approvisionnement énergétique, nous continuons de privilégier le vieux continent et recommandons une légère surpondération par rapport aux États-Unis. Les États-Unis enregistrent des signes d'essoufflement sur la consommation, l'immobilier ou encore les chaînes d'approvisionnement. Les perspectives semblent montrer un ralentissement sous l'effet du resserrement des conditions financières et notamment du choc important que représente la nette hausse des prix. Par ailleurs, il est bon de rappeler que la faiblesse actuelle de l'euro qui se rapproche d'un niveau de parité rend tout investissement en dollar moins attractif. Nous restons cependant attentifs aux évolutions des relations entre la Russie et l'Europe et de ses conséquences protéiformes notamment dans les semaines à venir avec la fin de la maintenance du gazoduc Nord Stream 1 prévue le 24 juillet.

EUROPE



EMERGENTS

Après une sous-performance des actions émergentes depuis le début de l'année, la dynamique macroéconomique semble s'améliorer dans les pays émergents notamment grâce à la Chine. Après le ralentissement brutal de l'économie chinoise en avril, la tendance est meilleure grâce à une amélioration de la mobilité, des PMI qui rebondissent ainsi qu'à une politique économique qui s'est nettement assouplie. La dispersion d'un pays à l'autre est particulièrement forte dans les émergents, à titre d'exemple, le marché brésilien a récemment chuté suite au recul du prix des matières premières et aux incertitudes sur la politique de la banque centrale. La visibilité est toujours restreinte sur le marché russe compte tenu des contrôles de capitaux, l'indice de référence MSCI Russie n'étant plus disponible. Au vu des éléments évoqués précédemment et malgré cette décote toujours importante sur la classe d'actifs émergentes nous continuons de privilégier l'Europe.

VALUE



GROWTH

Les actions « value » ont joué leur rôle de valeurs décorrélées sur cette première partie de l'année marquée par un environnement de hausse dynamique des taux d'intérêts. Nous constatons que de nombreuses actions à plus longue durée dites « growth » ont suffisamment corrigé sur ce premier semestre pour revenir à des niveaux de valorisation plus attractifs. Nous pensons donc qu'il est temps de se repositionner sur des valeurs de croissance à prix raisonnables. À cela s'ajoute les probabilités de plus en plus fortes de risques de récession sur la fin de l'année. Le léger recul des taux que nous observons ces derniers jours reflète ce scénario et donc l'anticipation de politiques monétaires moins radicales que prévu. Ce qui laisse présager des conditions moins difficiles pour le segment des sociétés de croissance. Sans oublier que les entreprises « value » regroupent bon nombre de valeurs cycliques qui seraient pénalisées dans un environnement de récession.

### Obligations

EUROPE  
GOVIES



EUROPE  
CORPORATE

L'inflation continue d'atteindre des plus hauts en Zone Euro (8,6% en juin après 8,1% en mai) et confirme la nécessité de la BCE à durcir sa politique monétaire (fin du quantitative easing à partir de juillet, hausse du taux de dépôts entre 25pb et 50pb avant une seconde hausse de taux au mois de septembre). Les taux longs étatiques ont donc continué leur expansion (+79pb pour le Bund sur le trimestre). Toutefois, les craintes de récession s'amplifient. La menace d'un rationnement de l'énergie pèse lourdement sur les perspectives de croissance en Europe. Dès lors, ces mêmes taux ont chuté dès la mi-juin de plus de 40pb. Dans ce contexte incertain, un scénario de baisse des taux longs est très probable et nous privilégions donc de se positionner sur les govies.

ÉTATS-UNIS  
GOVIES



ÉTATS-UNIS  
CORPORATE

Après une hausse de taux de 75pb en juin, Jerome Powell s'est montré ferme sur la nécessité d'empêcher l'inflation de s'éloigner durablement de l'objectif de la FED qui va donc poursuivre ses relèvements de taux. Ce durcissement de politique est un réel risque pour l'économie américaine dont les premiers signes de ralentissement apparaissent. À l'instar des taux européens, après avoir fortement monté sur le trimestre (près de 70pb), le 10 ans américain a chuté en juin. L'inversion de la courbe 2-10 ans témoigne du risque croissant de récession aux États-Unis. Dans cet environnement de doute, nous pensons que les taux longs peuvent continuer de baisser et mettons donc en avant les govies américaines.

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.