



## Gestion Privée - Lettre trimestrielle Septembre 2022

**Au cours du troisième trimestre 2022, les marchés ont dû naviguer en eaux troubles entre rebond technique en juillet et fuite de liquidités durant août et septembre. Dans un contexte économique, monétaire et géopolitique toujours sous tension, tous les principaux indices occidentaux ont enregistré une baisse prononcée ce trimestre (S&P 500 : -4,88%, STOXX 600 : -4,33%).**

**Aux Etats-Unis**, la dynamique économique continue d'être soutenue. Les ISM manufacturier restent au-delà des 50 mais ce sont surtout les services (ISM : 56,7 en septembre) qui continuent de soutenir l'économie américaine. Au niveau monétaire la FED est prise en étau entre d'un côté l'inflation qui continue de progresser mois sur mois mais dont le pic semble se rapprocher, porté par la détente du prix des matières premières, un dollar fort et un pessimisme plus généralisé chez les ménages. En revanche, le marché de l'emploi est toujours aussi robuste puisque les créations d'emplois continuent d'être dynamiques avec un taux de chômage qui se stabilise autour de 3,7%. Pour le moment, la FED n'a suivi qu'une seule direction, celle d'une remontée de 75 points de base en septembre, comme en juin et en juillet portant ainsi les taux directeurs à des niveaux inédits depuis 2008 entre 3% et 3,25%. Les indices américains continuent donc d'être macro-driven mais le marché est désormais rentré dans un scénario de « bad news is good news », impliquant que toute détérioration du taux de chômage aux alentours des 5% serait suffisante pour enclencher le fameux pivot de la FED. Si ce scénario venait à se matérialiser, alors il serait positif pour le marché actions, puisqu'il provoquerait une détente sur les taux américains, aujourd'hui à plus de 4% sur le 10 ans, et ainsi une remontée de la prime de risque pour les actions.

**En Europe**, les tensions inflationnistes persistent, avec un taux d'inflation à 10% en zone euro, en accélération par rapport au mois d'août (9,1%). Les vingt-sept se sont réunis pour tenter de contenir la hausse des factures énergétiques (les prix sur les contrats un mois européen sur le gaz ayant atteint plus de 270€/MWh fin août), sans pour autant parvenir à déminer de nombreux points de désaccord sur sa mise en œuvre, notamment sur le gaz russe. Une chose est sûre, l'hiver sera long en Europe et l'inquiétude prône sur la reconstitution des stocks de gaz dès le mois de mars 2023 en l'absence d'une augmentation significative des capacités gazières au niveau mondial. Les enquêtes de confiance au niveau de la zone continuent de se dégrader rapidement. En effet, les indices PMI (48,5 pour le manufacturier et 48,9 pour les services) montrent que la zone euro dans son ensemble est d'ores et déjà entrée en récession sous l'effet de cette crise énergétique. Dans ce contexte de récession inflationniste, l'articulation de la politique monétaire est fondamentale. Dans l'immédiat, la BCE a accéléré son durcissement (+125 points de base en 2 réunions) avec pour objectif de refroidir davantage la demande mais la dépréciation de l'euro face au dollar lui complique la tâche. Pour le moment, le marché anticipe des taux directeurs à 3% mi-2023 avant une détente début 2024, mais au vu de l'ampleur de la détérioration économique, ce pivot pourrait également apparaître plus tôt que prévu.

**Dans les pays émergents**, la hausse du dollar et des taux réels, causée par l'impulsion monétaire en occident, continue de pénaliser les marchés actions. Les banques centrales émergents n'ont d'autre choix que de relever également leur taux pour éviter les fuites de capitaux. En Chine, le momentum économique s'est dégradé à l'entame du quatrième trimestre avec une contraction des enquêtes ISM. En effet, le maintien de la politique zéro-covid va continuer de contraindre la consommation, principal vecteur de la reprise chinoise. L'enlisement de la crise immobilière continue de présenter un risque structurel sur l'économie chinoise.

	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 €	550,71 €	195,23€	265,42€	337,61€	174,38€	166,89€
Perf. YTD	-24,43%	-24,72%	-27,36%	-25,74%	-13,97%	-12,83%
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 septembre 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

La remontée des taux opérée aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe a participé à la baisse des actions et des obligations sur le trimestre. Tout en restant sélectifs, nous privilégions un retour progressif vers les actions. Des hausses de taux additionnelles adviendront sur les prochains mois mais celles-ci sont selon nous bien anticipées. Surtout, la correction observée a créé des situations de sous-valorisation évidentes. Certaines valeurs, génératrices de cash et aux bilans solides atteignent des niveaux de valorisation proches des crises de 2011 voire 2008. Nous considérons donc que l'environnement actuel a créé des opportunités très intéressantes. Même si un ralentissement économique s'opèrera nécessairement dans les prochains mois, en particulier en Europe, les marchés l'ont pour bonne partie déjà intégré dans les cours. Notons que se positionner en obligations fait également sens si l'on considère un « pivot » des politiques monétaires dans les prochains mois.

EUROPE



ÉTATS-UNIS

L'économie américaine demeure dynamique, portée par un marché de l'emploi robuste malgré la direction bien marquée de la FED sur les taux en les ramenant à des niveaux inédits depuis 2008. Le marché va se montrer attentif à la moindre détérioration du taux de chômage qui pourrait dès lors enclencher le pivot de la politique monétaire de la FED qui se montrerait positif pour le marché actions. De l'autre côté de l'Atlantique, l'inflation persiste tirée par l'énergie tandis que les incertitudes sur la reconstitution des stocks de gaz début 2023 laissent planer une épée de Damoclès au-dessus des industries. Les indicateurs de confiance se dégradent tout comme les indices manufacturiers qui soulignent déjà l'entrée en récession de la zone euro. Bien que le scénario économique soit pessimiste pour les 6 prochains mois, ces éléments nous paraissent déjà intégrés par le marché, le potentiel de baisse additionnel semble donc limité avec des sociétés qui affichent déjà des niveaux de sous-valorisations historiques.

EUROPE



EMERGENTS

Après une sous-performance des actions émergentes sur le premier semestre, les actifs du monde émergent ont continué de reculer au cours des dernières semaines. Cette performance décevante est liée à la nouvelle impulsion monétaire défavorable en provenance des pays développés plus particulièrement à l'appréciation du dollar ainsi qu'à la hausse des taux réels. L'amélioration des perspectives en Chine aura été de courte durée, même si le PIB chinois devrait bénéficier d'un rebond post confinement de mai, nous anticipons une perte de momentum à l'entame du quatrième trimestre. En effet les indicateurs récents indiquent un ralentissement des dépenses des ménages, une forte baisse du trafic routier et une nouvelle dégradation de la situation sanitaire. Même si la majeure partie du choc monétaire et du choc sur les matières premières est désormais derrière nous, les perspectives d'activité dans le monde émergent restent assez dégradées et la valorisation relative moins attractive que par le passé.

VALUE



GROWTH

La correction de ces dernières semaines a poussé des sociétés, notamment value, à des niveaux de valorisations attractifs. Certaines ont atteint des niveaux plus prononcés que leurs valorisations de 2008 malgré des bilans bien plus solides. L'environnement actuel nous met donc face à des points d'entrée très attractifs. Il est en effet bon de rappeler que le marché anticipe les récessions et atteint en moyenne son plus bas 2 trimestres en amont du pic de récession. Nous pensons donc, dans ce contexte, que le moment est propice pour privilégier les sociétés values industrielles. En parallèle, le style « growth » qui a été fortement pénalisé depuis le début d'année en raison de sa sensibilité à la hausse des taux semble avoir fait le plus important de sa baisse. En effet, les hausses de taux de la FED semblent intégrées par le marché tandis que le plafonnement des taux réels et le « pivot » des politiques monétaires qui devrait suivre seront favorables à la croissance. Pour synthétiser et face à cette conjoncture, le stock picking sera plus que jamais crucial.

### Obligations

EUROPE  
GOVIES



EUROPE  
CORPORATE

L'accélération des tensions inflationnistes en zone euro a confirmé la nécessité de la BCE de durcir sa politique monétaire avec une hausse des taux directeurs de 75pb. Le risque politique reste également prégnant avec d'un côté la nouvelle présidente du conseil italien, Giorgia Meloni, dont le discours prône une révision des traités pour davantage de souveraineté économique, et de l'autre les secousses sur le marché obligataire britannique suites aux propositions de réformes de la nouvelle première ministre Liz Truss. Dans ce contexte tendu, nous pensons qu'un début de réexposition aux govies européennes fait sens. Toutefois, les meilleures opportunités sur le marché obligataire européen se trouve sur le crédit et en particulier sur le high yield qui bénéficie de rendements particulièrement attractifs.

ÉTATS-UNIS  
GOVIES



ÉTATS-UNIS  
CORPORATE

Dans un contexte inflationniste toujours tendu (8,2% en septembre après 8,3% en août), la FED a de nouveau augmenté ses taux de 75pb. Les projections de la banque centrale américaine laissent à penser que ces taux devraient être supérieurs à 4% à la fin de l'année (contre 3%-3,25% aujourd'hui). La poursuite de l'inversion de la courbe 2-10 ans témoigne la certitude du marché quant au risque de récession aux États-Unis. Le ralentissement macroéconomique actuel, bien que moins marqué qu'en Europe, nous laisse penser que le pivot de la FED pourrait être proche. A 4%, nous pensons que le rendement est particulièrement intéressant et sommes donc des acheteurs convaincus de Treasuries. Le high yield offre également de belles opportunités sur le crédit.

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.