



## Gestion Privée - Lettre trimestrielle Décembre 2022

L'année 2022 a été marquée par une baisse des marchés actions mondiaux dans un contexte tendu, à la suite de chocs défavorables. Le retour de la guerre sur le sol européen a par la suite donné lieu à une crise énergétique. Cette guerre ainsi que les politiques sanitaires ont fortement impacté les chaînes d'approvisionnement mondiales et ont contribué à une hausse record des taux d'inflation. Les banques centrales ont répondu par des politiques monétaires restrictives, en particulier en Europe et aux États-Unis.

**Aux États-Unis**, les mesures de soutien à l'économie ont engendré de fortes tensions sur le marché du travail et de l'inflation. Sur le plan sanitaire, l'épidémie de Covid est revenue à des niveaux bas : le déploiement de la vaccination mis en place par l'administration Biden a porté ses fruits. Lors des élections de mi-mandat, les démocrates ont gagné un siège, tandis que la Chambre des représentants est tombée aux mains des Républicains. Les relations entre la Maison Blanche et le Kremlin se sont dégradées à la suite de l'invasion russe. Sur le plan économique, les mesures budgétaires d'aide aux ménages et aux entreprises se sont élevées à près de 25% du PIB, afin de favoriser la relance. La création d'emplois a été soutenue aux États-Unis, le taux de chômage termine l'année à 3,5%, en ayant démarré à 4% en janvier. Sur le plan monétaire, la FED, qui avait finalement dû modifier sa politique face à une hausse des prix plus importante qu'anticipée, a encore durci ses hausses de taux pour faire face à l'inflation record. L'Indice des Prix à la Consommation (IPC) a commencé à ralentir à +7,1% en novembre, puis +6,5% en décembre, après avoir atteint un pic de +9,1% en juin. La Fed a accéléré sa normalisation après avoir mis fin aux achats d'actifs en mars. L'institution a augmenté ses taux directeurs de 75bps à quatre reprises. Jérôme Powell a annoncé qu'il faudrait « nettement plus de preuves pour être confiants dans le fait que l'inflation est bien sur une tendance à l'apaisement ».

**En Europe**, le début d'année a été marqué par l'invasion russe sur le sol ukrainien. La guerre, qui est toujours en cours, a fortement impacté l'approvisionnement énergétique, notamment du gaz russe. L'actualité politique a également été marquée en France par la réélection d'Emmanuel Macron, et en Italie par la démission de Mario Draghi, remplacé par Giorgia Meloni. Malgré un contexte géopolitique défavorable et marqué par un net ralentissement de la croissance, la création d'emplois a été soutenue en zone euro, et le chômage est à un niveau historiquement bas, de l'ordre de 6,5%. Les craintes quant à l'approvisionnement en gaz ont rythmé l'actualité, et les stocks de gaz sont montés à des niveaux records. La BCE, qui souhaitait maintenir une politique monétaire accommodante pour favoriser la reprise a dû relever ses taux directeurs en 2022 pour contrer la hausse de l'inflation. L'euro est tombé à son niveau le plus bas face au dollar au cours de l'année. La guerre en Ukraine amenant une crainte quant à l'arrêt des livraisons de gaz russe ainsi que les hausses de taux de la Fed ont fait vaciller la valeur de la monnaie unique européenne sur les marchés monétaires. L'euro a pu profiter de l'action de la BCE : le cours est remonté en fin d'année et s'est stabilisé. Le discours de Christine Lagarde ne laisse pas pour l'instant présager une baisse des taux en 2023.

**Dans les pays émergents**, entre l'épidémie de Covid-19, le maintien des politiques « zéro-Covid » et la crise immobilière : la Chine a vécu une année 2022 compliquée. Les contrôles et confinements stricts ont largement freiné la propagation du virus, mais au dépend des consommateurs, puisque cette politique a paralysé l'activité économique, ne permettant pas aux entreprises de fonctionner pleinement, notamment dans le secteur des services. Le gouvernement a desserré l'étau en fin d'année, à la suite de manifestations inédites. D'un point de vue géopolitique, les tensions avec Taïwan se sont accentuées, Xi Jinping s'est vu nommé à la tête du pays pour la troisième fois. Pour l'ensemble des pays, l'année 2022 a été celle de la gestion des chaînes d'approvisionnement et de l'inflation. Au Japon, la Banque centrale a maintenu son principal taux directeur à -0,1% et son objectif de rendement des emprunts d'États à 10 ans à 0%. Le changement de gouverneur en avril pourrait cependant bousculer le discours actuel.

	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 €	598,80€	206,20€*	293,93€	361,18€	179,54€	167,78€
Perf. 2022	-17,84%	-20,49%*	-19,56%	-20,56%	-11,43%	-12,37%
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 décembre 2022 sauf \*Données au 30 décembre 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

Le processus de normalisation monétaire opéré aussi bien aux États-Unis qu'en Europe maintient une pression à la fois sur les actions et les obligations. Néanmoins les bonnes nouvelles quant au ralentissement de l'inflation ont rassuré les investisseurs. Les banques centrales maintiendront un discours naturellement agressif tant que la trajectoire d'inflation ne reviendra pas clairement vers les 2/3% visés à long terme. Cela relève de leur crédibilité et, même si cela pénalise les rendements à court terme, garantit une certaine prospérité à long terme. Nous continuerons d'observer des hausses de taux au cours de l'année. Néanmoins, il est probable que les attentes du consensus sur les taux terminaux se détendent et nous continuons ainsi toujours de privilégier les actions aux obligations. Nous avons saisi et nous identifions toujours de belles opportunités sur certaines poches du marché actions et plus particulièrement sur des sociétés trop peu valorisées et/ou qui bénéficieront de bonnes dynamiques même si la croissance économique s'annonce atone sur 2023.

EUROPE



ÉTATS-UNIS

L'économie américaine devrait rentrer en récession, mais seulement très légère début 2023 sur fonds de ralentissement du marché de l'emploi et d'épuisement de l'excès d'épargne. Dans le contexte désinflationniste qui devrait s'en suivre, la Fed devrait maintenir un *policy mix* restrictif en début d'année, avant de rentrer dans une période de statu quo pour le reste de l'année. Côté européen, la récession technique devrait être plus modérée que prévue. A l'instar des États-Unis de 2022, le marché de l'emploi reste robuste et la chute des prix de l'énergie continue de favoriser le pouvoir d'achat des ménages. Néanmoins, l'amorce de la désinflation ne devrait pas être suffisante pour éreinter le discours des membres de la BCE au premier semestre. Cette dernière devrait rester restrictive et maintenir une rhétorique dure, ce qui pourrait provoquer une chute rapide de l'inflation courant 2023. La résistance macroéconomique du vieux continent nous surprend agréablement. Par conséquent, nous décidons d'augmenter notre exposition européenne, toujours dans une approche de stock-picking.

EUROPE



EMERGENTS

Après une sous-performance des actions émergentes sur les 9 premiers mois de 2022, les actifs du monde émergent ont rebondi au cours des dernières semaines. Les pays émergents bénéficient en effet du plafonnement des conditions financières américaines et de la réouverture chinoise. Le change émergent a nettement rebondi depuis son creux de début octobre 2022 bénéficiant du plafonnement des taux réels dans les pays développés. De son côté la Chine confirme son redressement en raison des perspectives de réaccélération macro dues au déconfinement. Les marchés actions chinois devraient continuer à bénéficier de la réouverture de l'économie mais au sens des actifs émergents dans leur ensemble l'upside semble limité. Après le rerating récent, les valorisations se sont largement normalisées. Elles restent certes inférieures à la moyenne des 10-15 dernières années mais la décote est assez faible (de l'ordre de 5%). Pour ces différentes raisons nous continuons de privilégier l'Europe vis-à-vis des émergents.

VALUE



GROWTH

Le ralentissement déjà observé de l'inflation pourrait laisser présager d'une baisse des attentes du consensus quant aux taux terminaux. Cette année devrait donc être de bon augure pour le marché actions après une année 2022 compliquée. L'inconnue reste la vitesse de ralentissement de l'inflation de l'autre côté de l'Atlantique. Nous pensons toutefois que le pire est passé sur les valeurs dites « growth » face à cette conjoncture à venir de ralentissement de l'inflation. Les sociétés de longue durée, revenues à des niveaux de valorisation vraiment acceptables font donc face à un potentiel d'appréciation à moyen terme non négligeable. En parallèle, la récession en Europe semble moins préoccupante qu'anticipée, plusieurs économistes ont d'ailleurs revu à la hausse leurs projections pour cette année, le contexte macroéconomique se montre donc plus favorable pour les actions cycliques et industrielles. Le point bas sur les indices manufacturiers devrait donc être pour ce premier trimestre 2023, nous anticipons de fait un rebond du PMI sur 2023 qui devrait mécaniquement profiter aux valeurs « value » qui traitent encore pour certaines à des valorisations bien attractives.

### Obligations

EUROPE  
GOVIES



EUROPE  
CORPORATE

Malgré des bonnes nouvelles récentes sur le plan de l'inflation, cette dernière reste à date supérieure aux objectifs de long terme, garants d'une certaine stabilité économique. Cela n'incitera pas la BCE, qui vient d'annoncer une hausse de 50 points de base de son taux directeur, à relâcher la pression de son resserrement monétaire. En outre, le bilan de la BCE sera aussi réduit de 15Mds€ par mois à partir de mars, ce qui renforce la politique monétaire restrictive mise en place. Ces décisions pourraient continuer de peser sur les taux des pays de l'UE. Après un passage sous les 2,4% alimenté par l'espoir de pivot monétaire, le 10 ans français conclut l'année au-dessus de la barre symbolique des 3%. Dans cet environnement macroéconomique encore incertain, partagé entre les risques inflationnistes et récessionnistes, nous privilégions le crédit investment grade. Cet actif, moins sensible à la durée, offre des rendements intéressants et un profil de crédit sécurisé si toutefois un ralentissement économique devait s'opérer.

ÉTATS-UNIS  
GOVIES



ÉTATS-UNIS  
CORPORATE

Aux États-Unis, les premiers signaux de ralentissement de l'inflation se sont confirmés : le dernier indice des prix (CPI) publié est à 7,1% en décembre, contre 7,7% en novembre. L'apaisement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement et la chute des prix du fret ont en partie contribué à la diminution de l'inflation sur les biens. En revanche, les salaires restent anormalement élevés, témoignant d'une économie en surchauffe et d'un manque structurel de main d'œuvre. Avec l'annonce de la hausse de 50 points de base de son taux directeur, Jerome Powell a maintenu un discours restrictif : il ne voit pas de retour de l'inflation à son taux cible de 2% avant 2025. Dans ce contexte, les taux longs US ont affiché une grande volatilité, revenant même au-delà des 4% avant de rebaisser fortement. Nous prenons des bénéfices sur les Treasuries acquises le trimestre dernier pour nous repositionner sur du crédit investment grade qui offre encore des rendements attractifs et une qualité de crédit intéressante dans un contexte 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.