

NOTE DE RENTRÉE

Achevé de rediger
le 01 | 09 | 2023

Des progrès ont été effectués pendant l'été sur le front de l'inflation, principalement aux États-Unis. Il est malgré tout encore beaucoup trop tôt pour que les banquiers centraux puissent crier victoire en raison de marchés de l'emploi toujours très solides. Les politiques monétaires devraient donc rester restrictives pendant encore de longs mois et ce malgré une dynamique macroéconomique difficile en Chine et en zone Euro. Ce constat est encore plus vrai aux États-Unis où les chiffres de croissance ne cessent de surprendre à la hausse.



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destiné aux clients professionnels au sens de la Directive MIF 2

POINT MARCHÉ

Les deux faits marquants de la pause estivale sont probablement la reprise de la hausse des taux et la poursuite des problématiques du marché immobilier chinois.

Plusieurs facteurs ont en effet poussé les taux à la hausse : augmentation des prix du baril de pétrole, augmentation des émissions d'obligations américaines, décision de la Banque du Japon d'aménager sa politique de contrôle de courbe des taux ou encore la très bonne santé de l'économie américaine. Si toutes ces raisons sont valables et peuvent continuer à pousser les taux à la hausse dans un marché qui apparaît globalement assez long de sensibilité, le risque principal pour le marché obligataire nous semble être celui concernant la croissance américaine. Fin août a eu lieu la conférence de Jackson Hole avec des commentaires de la part Mr Powell concernant l'incertitude planant autour des estimations du « R star ». En filigrane, si celui-ci était revu à la hausse, cela signifierait que la politique monétaire serait moins restrictive que prévue ce qui pourrait entraîner les taux américains (et les autres par sympathie) à la hausse.

Il ne faut toutefois pas oublier que si les taux sont résolument orientés à la hausse depuis maintenant 18 mois, le rendement des obligations compense maintenant tout ou partie de ces hausses de taux. A titre d'illustration ci-contre la performance de treasuries à 4 et 9 ans. Aujourd'hui, le rendement de ces obligations permet à des investisseurs de supporter une hausse significative des rendements sans afficher de perte : le « breakeven » à horizon un an est respectivement de +60bps sur l'obligation 2032 et +150bps sur l'obligation 2027.

La Chine de son côté ne cesse de décevoir avec des données macroéconomiques en ralentissement : ventes aux détails, production industrielle, commerce extérieur ou encore investissements sont tous sortis en deçà des attentes au cours des dernières semaines. Le politburo¹ qui a eu lieu fin juillet ne semble pas aller vers des politiques monétaires ou budgétaires radicalement différentes ni montrer une volonté forte d'endiguer la chute de l'activité immobilière. Si la phrase "houses for living, not for speculation" a été retirée lors de la dernière réunion du bureau politique, Pékin semble toujours favoriser des mesures ciblées qui n'ont jusqu'ici eu que peu d'impacts. La résolution des problématiques de paiement autour de Country Garden devrait donc se résoudre de la même façon que pour Evergrande, avec une restructuration des dettes et une très faible recovery, ce qui ne devrait pas aider à faire remonter la confiance très basse des investisseurs. Si on ajoute à cela la pression économique toujours importante exercée par les États-Unis (restrictions annoncées sur les investissements américains dans le secteur technologique chinois), il est difficile d'être très optimiste sur le momentum de croissance chinois dans les mois à venir.

Le risque inflationniste est également toujours présent et ce même si les chiffres d'inflation ont globalement été plutôt rassurants pendant l'été. La hausse du prix du baril de pétrole ainsi que des hausses de salaires persistantes dans l'ensemble des pays développés vont continuer à faire peser le risque d'une 2^{ème} vague d'inflation comme cela s'était produit dans les années 70 et dans la plupart des crises inflationnistes passées.

Tous ces éléments nous amènent à conserver un caractère globalement prudent dans nos allocations. Oui, la croissance américaine est incroyablement solide et l'Europe devrait éviter une récession, mais cela n'est pas forcément une bonne nouvelle si cela se traduit par des taux structurellement plus élevés.



François RIMEU
Stratège La Française AM

Performance des treasuries 4 et 9 ans

	Taux 31/12	Taux 18/08	Mouvement de taux	Performance total return YTD
T 3 7/8 11/30/27 Govt	3.99%	4.46%	0.47%	0.63%
T 2 3/4 08/15/32 Govt	3.87%	4.29%	0.42%	0.88%

Source : Bloomberg, données au 18/08/2023

¹ Bureau politique chinois ou « parti communiste »

TAUX

Durant l'été, les marchés obligataires n'ont pas connu de répit. Depuis la fin du mois de juin, nous avons observé une forte hausse des rendements des obligations souveraines américaines. Cette augmentation s'est produite principalement grâce à la solidité de l'économie américaine. Cependant, les derniers sondages pour le mois d'août laissent entrevoir une décélération de celle-ci, bien qu'elle soit de moindre ampleur que celle que connaît l'Europe.

En effet, les indices PMI, qui sont des indicateurs clés de la santé économique, signalent un ralentissement de la croissance en août, tant en Europe qu'aux États-Unis. La situation est particulièrement préoccupante en zone Euro, où le secteur industriel se contracte davantage et où l'effet de la réouverture post-épidémie dans les services s'amenuise. Cette conjoncture devrait pousser la Banque Centrale Européenne (BCE) à réévaluer les risques et pourrait la conduire à mettre un terme au moins temporairement à la hausse de ses taux. Le marché est partagé sur une dernière hausse de taux de 25 pbs d'ici la fin d'année de la part de la BCE.

Aux États-Unis, bien que la croissance soit plus robuste, les indicateurs avancés suggèrent aussi un fléchissement, mais avec une inflation plus maîtrisée et une inflation de base hors immobilier qui se rapproche de la cible de 2%. La Réserve fédérale peut donc faire preuve de plus de patience. La consommation reste relativement résiliente malgré une épargne en baisse et une augmentation des taux de défaut sur les cartes de crédit. Les hausses de taux ont déjà entraîné des répercussions sur les conditions de prêt, avec des taux hypothécaires atteignant 7,3%² aux États-Unis, leur plus haut niveau depuis décembre 2000. Enfin, le remboursement des prêts étudiants, commençant en septembre, devrait peser sur le budget de 40 millions d'américains, les obligeant à choisir entre payer leur dette ou satisfaire leurs besoins essentiels.

Le scénario de base était une reprise économique grâce à la baisse de l'inflation et à l'augmentation du pouvoir d'achat prévues pour 2023/2024. Toutefois, malgré la diminution de l'inflation, nous devons nous interroger sur la réduction des indices PMI dans les services. Bien qu'il soit encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives, cela pourrait indiquer que le durcissement monétaire commence à se transmettre aux services.

L'emploi reste cependant solide, avec un taux de chômage stable à un peu plus de 3,5%³ depuis un an et demi. Cela exerce une pression à la hausse sur l'inflation salariale, en particulier dans les services, ce qui pourrait freiner la décélération de l'inflation.

Face à ces perspectives économiques peu encourageantes en Europe et à un essoufflement aux États-Unis, ainsi qu'à une inflation de base encore très éloignée de la cible de 2 %, notre conviction à court terme se tourne vers les taux réels. Malgré l'incertitude persistante, ils conservent un potentiel de rendement protecteur avec un portage important à moyen terme.

Il faut cependant prendre en compte que la baisse des taux américains pourrait être capée par le montant élevé des émissions, une baisse des achats de la Réserve Fédérale ainsi que la moindre attractivité des taux américains, notamment de la part des Japonais qui devraient acheter moins de dette américaine dans les mois à venir.

Fabien De La Gastine, Responsable Taux

² Source Bloomberg, données au 30/08/2023

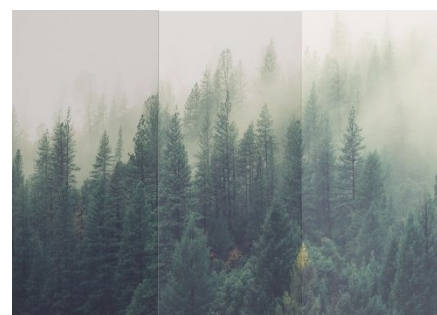
³ Source Bloomberg

ACTIONS – GRANDES CAPITALISATIONS

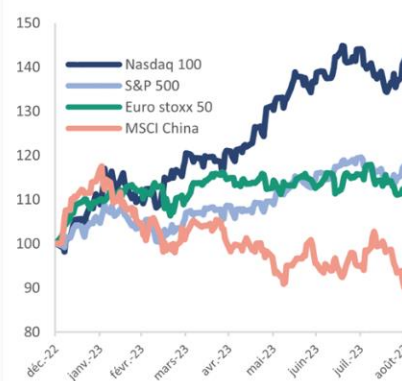
Les actions mondiales progressent de +13%⁴ soutenues par le secteur de la technologie (+37%) qui contribue à 50% à la performance de l'indice. Aux Etats-Unis, les « Megacaps » concentrent l'essentiel des performances : 7 valeurs du S&P 500 (Amazon, Apple, Microsoft, Meta, Tesla, Nvidia et Google) contribuent à 77% de la progression de l'indice. La performance des actions s'est réalisée dans un contexte de ralentissement de la croissance économique mondiale de +3.4%⁵ en 2022 à +2.6% cette année et contre une moyenne historique de +3.8% entre 2000 et 2019. La croissance mondiale a néanmoins été révisée à la hausse de +0.5 point, suite à la contribution de la croissance américaine (révisée de +0.2% en janvier à +1.6% en août 2023) soutenue par une solide dynamique de son marché de l'emploi.

Néanmoins, la croissance des profits du MSCI Monde est en recul de -2.1% cette année. Sa performance boursière s'explique uniquement par la hausse de son multiple de profits : le PE 2023 est ainsi passé de 14x en début d'année à plus de 16.5x aujourd'hui. Cette progression de multiple est exclusivement liée aux grandes valeurs de la technologie dont le PE affiche une progression de 6 points (PE 2023 de 20x en janvier à 26x en août pour le NASDAQ 100). Les résultats de Nvidia⁶ au second trimestre et sa guidance soulignent l'accélération de la demande pour ses puces nécessaires aux serveurs « IA ». Cette thématique a été l'un des principal contributeur de la hausse des multiples cette année et sera le relais de croissance du secteur technologique ces prochaines années. En revanche, son impact sur la croissance et la rentabilité (à l'exception de Nvidia) restera limité en 2023 mais sera source de croissance pour de nombreux acteurs au-delà.

Compte tenu de notre scénario macro-économique, nous restons d'autant plus sélectifs dans nos choix d'investissements. Nous favorisons les actions américaines aux autres zones géographiques compte tenu de la résilience de l'économie et sa capacité de rebond. Enfin, la valorisation du S&P 500 reste raisonnable au regard de la croissance attendue.

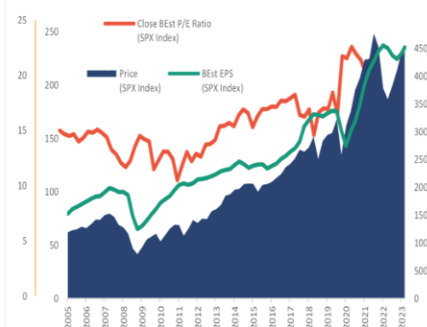


Performance indices YTD (base 100)



Sources : Bloomberg, Données au 30/08/2023

S&P500 vs évolution de son BPA et vs PE



Sources : Bloomberg, Données au 30/08/2023

En conclusion, nous abordons la rentrée de septembre avec prudence et conservons une poche de liquidité dans nos fonds. La consolidation en cours est saine et permettra de renforcer certaines de nos convictions. Nous favorisons toujours les entreprises de la technologie favorisant une décarbonation de l'économie et les acteurs de la transition climatique (efficacité énergétique, énergies renouvelables, construction durable, digitalisation, économie circulaire ou encore de la mobilité verte).

Thomas DHAINAUT, Responsable Actions Globales

⁴ Source Bloomberg, indice MSCI World Total Return, données au 30/08/2023

⁵ Source : FMI Fonds Monétaire International, Juillet 2023

⁶ Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

ACTIONS – PETITES ET MOYENNES CAPITALISATIONS

Dans la lettre de rentrée de l'année dernière, nous mentionnions les fortes poussées inflationnistes liées aux déstabilisations de l'appareil productif post-Covid et les impacts de la guerre en Ukraine. Bien que l'inflation puisse évoluer par vagues successives et reste une attention des marchés, celle-ci apparaît relativement moins importante qu'en 2022.

La croissance se normalise tout comme les difficultés d'approvisionnement dans le bâtiment et dans l'industrie. La Banque de France souligne que les industriels jugent que les prix des matières premières sont en nette baisse et se stabilisent pour les produits finis pour le troisième mois consécutif. Dans l'industrie, la fin d'une inflation forte semble se dessiner car seuls 8% des chefs d'entreprises affirment avoir augmenté leurs prix de vente en juin soit un plus bas depuis début 2021 et 6% d'entre eux les ont baissés soit un plus haut depuis trois ans.

Pour la bourse de Paris, les performances des indices, comme l'année 2022, sont contrastées. Les grandes valeurs s'en sortent mieux que les plus petites. Depuis le début de l'année le CAC 40 a enregistré une hausse de 13.30% alors que le CAC Mid 60 a augmenté de 4.33% et le CAC Small affichait une moindre performance de 0.42%.⁷

Si les petites valeurs semblent plus impactées par l'inflation et la remontée des taux que les grandes valeurs, leurs profits font mieux que résister. Depuis les plus hauts de l'indice CAC Small en janvier 2022, les petites valeurs qui font des profits ont vu ces derniers augmenter de près de 33%⁷. Sur la même période leur multiple de valorisation, cours sur bénéfices, le P/E, a perdu 6,4 points passant de 15,9x à 9,5x, soit une compression de 40%. Nous revenons sur des niveaux de valorisation de l'époque de la crise des dettes souveraines.

Avec des taux français OAT 10 ans à 3%, les levées de fonds ont été moins nombreuses et moins importantes. Sur les 12 derniers mois, seulement 5 sociétés sont entrées en bourse pour un montant levé moyen de 10 millions d'euros. A l'inverse, la baisse des valorisations a été profitable aux opérations publiques d'achat puisque 15 offres ont été lancées depuis le début de l'année avec une prime moyenne élevée de 36,4%. Elles ont principalement été initiées par l'actionnaire de référence ou des sociétés non financières.

Nous assistons actuellement à un ralentissement de l'économie, en témoignent les dernières publications du premier semestre. Les sociétés à forte intensité capitalistique de types minières, métallurgistes et chimistes publient globalement des résultats en retrait et les sociétés de services voient globalement la croissance de leurs activités ralentir. L'inflation impacte le coût des investissements et le besoin en fonds de roulement qui a mécaniquement un effet négatif sur les free-cash-flow des sociétés. Néanmoins, la baisse du prix des matières premières, de l'énergie et l'amélioration des chaînes d'approvisionnement laissent entrevoir des effets positifs sur les capacités de production et les marges des entreprises. Cela devrait favoriser les sociétés cycliques « tardives » qui ont subi la hausse du prix des matières premières. Par ailleurs, le marché de l'emploi en France reste solide. Les entreprises ayant de plus en plus de mal à passer des hausses de prix, l'évolution de la demande dans les prochains semestres sera clé.

Dans le contexte que nous venons de décrire nous restons à l'écart des sociétés intensives en capital et privilégions les sociétés cycliques « tardives » comme des sociétés de l'aéronautique, de l'automobile ou liées au nautisme ainsi que des sociétés adaptées à la phase de maturité économique dans laquelle nous semblons entrer comme les sociétés de tourisme, d'événementiel ou de la santé. Fidèle à notre vision moyen-long terme nous restons positionnés également sur les thématiques liées à l'économie circulaire, la digitalisation et l'hydrogène

Antoine CURCHOD, Adjoint au Responsable Actions – Small Caps, La Française AM

⁷ Source : Bloomberg, données au 31/08/2023

HIGH BETA – DETTES HIGH YIELD

Le risque majeur pour la fin d'année 2023 sur la classe d'actifs reste lié à l'évolution de la croissance économique mondiale.

Depuis le début d'année (données au 29/08/2023, source Bloomberg), la performance du High Yield global est de + 5.9% (brute exprimée en devise locales) avec une sous-performance du High Yield émergent (+2.6% brute exprimée devises locales) qui reste pénalisé par le ralentissement macroéconomique en Chine. Cette performance est largement tirée par une compression des primes de risque qui s'établissent à 432 bps au 29 août 2023 sur le marché du High Yield Global, alors même que la volatilité sur les taux souverains est restée importante.

Le cycle monétaire actuel est l'un des plus « restrictifs » que nous ayons connu depuis 40 ans. Le resserrement des conditions financières aura sans aucun doute un impact sur les ménages et les entreprises notamment dans les économies les plus endettées. Dans ce contexte, les primes de risques sur le marché du High Yield dans les pays développés devraient donc rester volatiles et évoluer dans un intervalle compris entre 450 bps et 550 bps. Néanmoins le portage offert par le marché du High Yield avec un rendement au-delà des 7%⁸, devrait permettre d'absorber une partie de la hausse éventuelle de ces primes de risque.

Quelles perspectives pour le marché High Yield en fin d'année ?

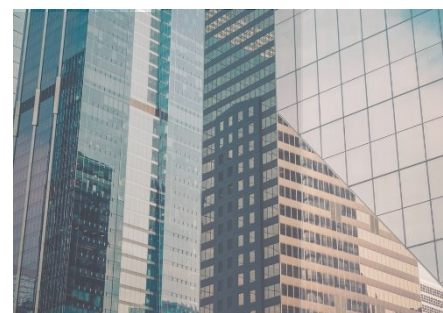
A fin juillet 2023, les taux de défaut restent en dessous de 1% en Europe et franchissent le seuil des 2% aux États-Unis, des niveaux historiquement bas. Ils devraient augmenter par rapport à l'année précédente, mais cette augmentation devrait rester modérée compte tenu des solides fondamentaux des entreprises. Ainsi, nous maintenons nos prévisions de taux de défaut à 4% aux États-Unis d'ici fin 2023/24. Par ailleurs, le cycle de défaut actuel ne devrait pas être comparable à celui de 2001, 2008 et 2011 par son intensité mais sera probablement plus long que les cycles précédents.

L'écart des primes de risque entre le High Yield européen et américain, notamment pour les émetteurs de notation BB, devrait rester en défaveur du marché européen à court et moyen terme. Deux facteurs principaux contribuent à cette situation : la présence importante du secteur immobilier dans le High Yield européen, dont une partie est en difficulté, et les facteurs techniques moins favorables pour le High Yield européen à la suite du retrait progressif de la BCE. Nous maintenons donc notre préférence en faveur du marché High Yield américain.

Dans un contexte de ralentissement de la croissance économique nous continuons à privilégier les secteurs les moins cycliques et les émetteurs les moins endettés qui pourront plus facilement absorber la hausse des coûts de financements. Concernant le positionnement sur la courbe, nous privilégions les échéances courtes et intermédiaires (3-5 ans) sur le marché High Yield européen, étant donné que la courbe des primes de risque est plate voire inversée. Aux États-Unis, les opportunités se situent principalement dans la partie 5-7 ans, car la courbe du crédit américain est plus pentue.

Nous ne prévoyons pas d'éléments « de rupture » de nature à provoquer un écartement significatif et durable des primes de risque crédit au-delà de 550pbs, et pensons qu'elles devraient évoluer dans un intervalle compris entre 450 et 550 pbs. De la même manière, nos hypothèses de taux de défaut restent inchangées et devraient s'établir autour de 4% en 2024. Par ailleurs, nous maintenons nos prévisions de performance positive sur l'année 2023 essentiellement expliquée par le portage.

Akram Gharbi, Responsable Gestion Crédit High Yield

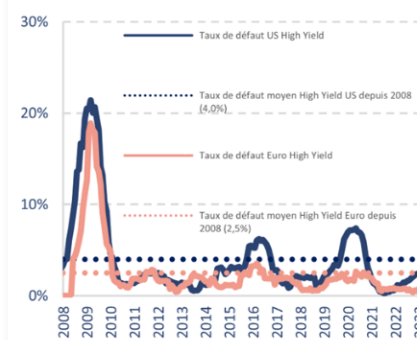


Évolution des primes de risques (US, Zone Euro et EM)



Sources : Bloomberg, LFAM. Données au 29 août 2023/

Évolution des Taux de défaut (US et Zone Euro)



Sources : Bloomberg, LFAM. Données au 29 août 2023/

⁸ 7.36% pour le rendement au pire YTW du High Yield Euro (HEEO Index) au 31/08/2023

HIGH BETA – DETTES SUBORDONNÉES

La brève crise systémique du secteur bancaire est-elle déjà derrière nous ? Tous les éléments concordent pour l'affirmer.

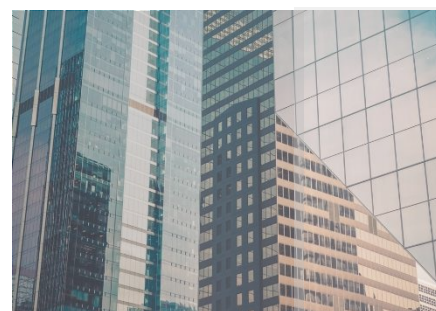
La saison de résultats des banques à l'échelle internationale a été excellente, et ce particulièrement pour les établissements européens de pays dits « périphériques », ce qui redonne de l'élan aux gouvernements locaux pour aller taxer leurs profits (Italie, mais aussi extension de la taxe « exceptionnelle »⁹ en Irlande), signe que les coussins de fonds propres excédentaires resteront stables et que les distributions aux actionnaires seront la variable d'ajustement des velléités politiques d'aller se servir dans la poche des banques.

En dehors du continent européen, les banques américaines débutent seulement enfin leur chemin vers une réglementation plus forte (Bâle 4 notamment). Bien que cela aille dans le bon sens, nous jugeons les mesures quelque peu insuffisantes sur les banques américaines de tailles moindres¹⁰, mais cela devrait surtout devenir une problématique pour leurs actionnaires, et non pour la stabilité du secteur bancaire local.

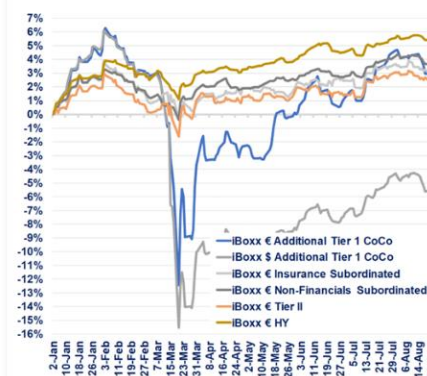
Quelle dynamique pour les spreads de dettes subordonnées ?

Nous avons publié le 12 juin une note intitulée « Pourquoi nous redevenons positifs sur les AT1 CoCos », et la performance des AT1 a été depuis lors de +2.4% sur les titres en \$ et de +1.6% sur ceux en €¹¹.

La décote des AT1 CoCos par rapport au High Yield demeure intéressante à jouer selon nous, notamment avec la forte convexité offerte par les obligations bancaires (ce qui est aussi un argument valable pour les Tier 2 bancaires périphériques), tandis que les annonces de « calls » et de refinancements sur le marché primaire se multiplient, ce qui est un autre signe de normalisation. Les stigmates laissés par Credit Suisse ont rendu les flux moins porteurs, mais cela n'entame pas selon nous le potentiel de compression des primes de risque¹². Enfin, nous trouvons moins de capacités de resserrements des primes de risque sur les Corporate Hybrids et subordonnées d'assurance, qui peuvent en outre souffrir davantage de la forte volatilité des taux.

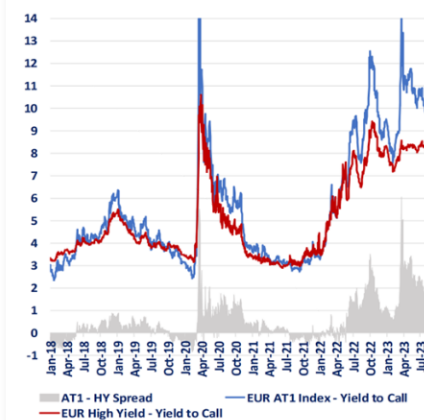


Performance depuis le début de l'année des indices de dettes subordonnées et High Yield (en %)



Sources : Bloomberg, Markit. Données au 24 août 2023/

Évolution du rendement au call moyen des AT1 CoCos € vs. High Yield € (en %)



Sources : Indices Bloomberg. Données au 24 août 2023.

Le spectre des faillites bancaires de mars 2023 paraît étonnamment déjà loin d'un point de vue fondamental. Les valorisations sont encore attractives sur les AT1 CoCos et les Tier 2 bancaires, qui sont toujours décotées en prix et attractives par rapport au High Yield.

Jérémie Boudinet, Responsable Gestion Crédit Investment Grade

⁹ Une taxe tellement exceptionnelle qu'elle existe depuis 2014 et qui aurait dû s'achever en 2023 !

¹⁰ Les banques de plus grandes tailles se retrouveraient les plus impactées par les règles préliminaires dites de Bâle 4, tandis que les petites banques s'en sortiraient avec des hausses de besoins de fonds propres moindres. Les propositions de la FDIC fin août sur les exigences d'émissions de dettes obligataires visant à protéger les dépôts vont aussi dans le bon sens, mais sont encore insuffisantes pour restaurer une confiance durable en la capacité de supervision du secteur bancaire par les régulateurs américains.

¹¹ Sources : indices Markit iBoxx \$ CoCo et Markit iBoxx € CoCo entre le 12/06/2023 et le 24/08/2023.

¹² Nous avons développé ce point plus en détails le 12 juin dans la note « Pourquoi nous redevenons positifs sur les AT1 CoCos »

ESG

Le secrétaire général de l'ONU signalait en milieu d'été, alors que les incendies ravageaient encore le Canada, la Grèce ou Maui, que **l'ère du réchauffement climatique était derrière nous et que nous entrons maintenant dans celle de l'ébullition** après que le mois de juillet 2023 ait été confirmé comme le mois le plus chaud de l'histoire industrielle, dépassant le +1.5°C comparé à la période préindustrielle 1850-1900.

Cette **accélération des symptômes du dérèglement climatique** s'accompagne d'une augmentation de la mention des solutions climatiques et process de mitigation au sein des communications de résultats du T2 des entreprises ; alors que les mêmes publications signalent d'un ralentissement économique. Ceci s'explique par le fait que l'investissement dans le sujet climatique, au travers de ses solutions économiques et à échelle, comme le déploiement d'énergies renouvelables, n'est plus considéré comme optionnel à moyen terme malgré les menaces d'érosion des cash flows.

Cependant, l'évolution du ralentissement n'est naturellement pas sans menaces pour les sociétés à forte intensité capitaliste ou très intensives en termes d'émissions de Gaz à effet de Serre. L'augmentation des coûts de matières premières a réduit les niveaux d'exploitation des capacités dans de nombreux secteurs comme les fabricants automobiles ou les entreprises chimiques. **Nous nous attendons de ce fait à un impact négatif sur les intensités carbone au dernier trimestre, pouvant impacter les objectifs de décarbonation annuels de ces acteurs, même les plus engagés.**

Quid de l'impact sur le marché des actions ?

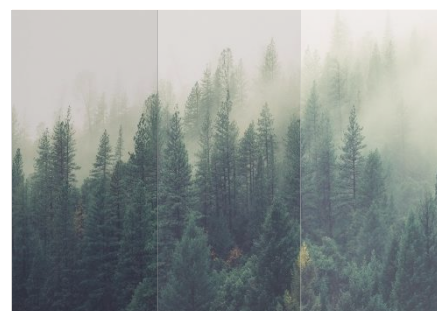
Nous attendons une résilience de la performance sur les marchés actions des entreprises apportant des solutions climatiques qui promeuvent l'efficacité opérationnelle au travers d'économies d'énergie et de ressources naturelles. Le secteur des biens d'équipements industriels, qui est un des secteurs privilégié de la transition énergétique, a surperformé le marché européen depuis le début de l'année¹³. **Nous nous attendons à ce que la tendance continue** sur la fin de l'année car c'est un **secteur riche en solutions de décarbonation** des secteurs de production d'électricité, du transport, de l'industrie et de la construction dans lequel les entreprises n'ont pas ralenti l'investissement car elles peuvent en tirer des réductions de coûts d'exploitation rapides.

Quid de l'impact sur le marché de la dette ?

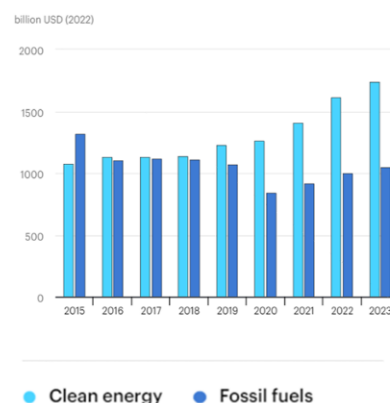
Le volume émis cette année dans le marché de la dette ESG (prêts bancaires et obligations) est en baisse de -18% par rapport à la même période en 2022¹⁴. Ceci s'explique par une baisse d'origination des prêts bancaires de -62% alors que les obligations étaient en hausse de +9% grâce aux émissions gouvernementales, supranationales et des municipalités. **Nous attendons une reprise des volumes primaires de la dette ESG au dernier trimestre 2023** mais la prolongation d'un environnement de taux élevés **menace le volume total de l'année qui devrait rester sous les niveaux 2022** dans un environnement prolongé de résistance des taux.

Le tissu économique dans lequel nous investissons fait face aux pressions inflationnistes et de consommation sur ses marges et sa génération de liquidités. Alors que certaines thématiques responsables perdent en bande passante à court terme dans ce contexte, l'investissement dans la transformation énergétique des moyens de production et des biens pour consommateurs se poursuit. La menace de l'environnement actuel porte sur les technologies disruptives de demain qui ne gagnent pas de vitesse, au profit des solutions de transition existantes qui ne demandent pas d'effort économique marginal aux entreprises et au consommateur final.

Marie Lassegnore, CFA, Responsable Investissements durables



Investissements en énergies vertes et en énergies fossiles 2015-2023



¹³ Source La Française AM, 11/08/2023

¹⁴ Source Bloomberg, 11/08/2023.

CONCLUSION / PERSPECTIVES ET ALLOCATION D'ACTIFS

Depuis plusieurs mois, nous avons préconisé pour nos allocations diversifiées un **biais neutre à défensif** sur les placements en **actions**, compensé par **un peu plus de risque de crédit dans notre allocation obligataire**. Finalement, à la lecture des performances après ces 2 mois d'été, cette stratégie n'aura pas été défavorable. Certes les indices actions progressent sur la période estivale, mais dans des proportions très limitées et essentiellement sur les marchés américains, tirés par les mêmes 10 valeurs phares de la « nouvelle économie » tandis que les marchés obligataires auront conservé la même volatilité importante, pénalisante pour la partie souveraine et sans impact pour la partie crédit qui affiche des performances encore positives. Par ailleurs, contrairement à 2022, il n'y a pas eu lors du sommet de Jackson Hole de cette année de déclarations bouleversantes de la part de nos banquiers centraux susceptibles de modifier les anticipations monétaires qui avaient été faites précédemment.



Odile CAMBLAIN LE MOLLE
Responsable de la Gestion Diversifiée

De même, du côté de la macro-économie, rien de bien nouveau non plus. La zone euro est comme prévu entrée en récession mais on est loin du « hard landing » évoqué en janvier dernier. L'économie américaine résiste et s'appuie sur une consommation toujours très solide, favorisée par une inflation salariale positive. Seule la Chine surprend avec des perspectives en berne et une forte remontée des inquiétudes sur le secteur immobilier, en dépit d'annonces successives des autorités pour tenter d'inverser la tendance, mais qui ne sont pas jugées suffisantes par les marchés.

Dans ces conditions, il n'y a pas lieu de modifier significativement nos allocations pour ce dernier trimestre :

Nous restons **modérément défensifs sur les actions**, avec une **préférence pour le marché américain** que nous surpondérons plus volontiers en dépit des primes de risque peu attractives (le stress bancaire s'est dissipé, l'immobilier tient et le positionnement des investisseurs s'est normalisé).

Sur la **partie obligataire**, le **crédit bien noté conserve également notre préférence** sans réelle inquiétude néanmoins sur la partie moins bien notée à court terme.

Enfin, après de nombreuses années de disette, les **placements monétaires** offrent désormais une **alternative intéressante**, notamment **pour les allocations les plus défensives**. Avec des rendements annualisés supérieurs à 3,0% (indice Ester au 31/08/2023, source Bloomberg) désormais, la classe d'actif monétaire présente une vraie opportunité, surtout dans la perspective d'un niveau d'inflation qui poursuit sa tendance baissière. Cela dépendra évidemment de la tendance à venir sur les prix de l'énergie qui pourraient surprendre à la hausse à l'entrée de l'hiver. Mais si effectivement les nouvelles du côté de l'inflation s'avéraient décevantes, l'impact serait plus mauvais sur les placements obligataires. Le monétaire au contraire resterait une alternative à privilégier.

Odile CAMBLAIN LE MOLLE, *Responsable de la Gestion Diversifiée*



LA FRANÇAISE
investing together

Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destiné aux clients professionnels au sens de la Directive MIF.

Éditée par La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 (www.amf-france.org).

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. www.la-francaise.com

Publication à caractère informatif, et non à caractère promotionnel, destiné aux clients professionnels au sens de la Directive MIF