



Richelieu Harmonies ESG



Alexandre Hezez

Après une année 2022 marquée par la bonne résilience des *earnings*, 2023 sera plus compliquée. Nous devrions assister à une dégradation des marges, impactées par la hausse des coûts des matériaux, du coût du travail, des taux d'intérêt mais aussi de l'imposition – tous ces coûts étant plus difficiles à imputer au client final en période de récession. **Le principal « driver » des marchés ne sera pas les bénéfices mais les valorisations.** Et les valorisations seront impactées par l'attitude des banques centrales et plus particulièrement la banque centrale américaine. La désinflation américaine devrait se mettre en place mais la Fed restera sur le qui-vive pour éviter toute détente trop forte des conditions de financement et donc tout hausse rapide du marché. Les risques sont encore présents, même si les bonnes nouvelles qui se sont accumulées depuis mi-octobre ont permis au marché de rebondir fortement... Peut-être un peu trop d'ailleurs. **Nous avons insisté sur le fait que l'équilibre du marché était propice à des reprises de marché sur la fin de l'année, justifié par des publications sur l'inflation rassurante. Notons que les positions de couverture, la trésorerie à des niveaux historiques dans les fonds et les volatilités sur indices restent très importantes et la moindre bonne nouvelle pouvait amener ces retournements violents autoalimentés.** C'est exactement le scénario que nous avons vécu. Nous maintenons notre positionnement neutre dans cette optique sur les actions avec une vue plus positive à très court terme. Notre opinion est plus nuancée sur cette fin d'année. La vague de froid en Europe, les manifestations en Chine contre la politique Zero-covid de Xi Jinping et les prochaines interventions de J. Powell pour calmer l'engouement retrouvé, devraient stopper la hausse à court terme. La réunion du 14 décembre sera un bon aperçu des intentions du président de la FED. Cette dernière n'a pas dit son dernier mot et cherche toujours à se faire entendre. Comme à chaque épisode de détente rapide des conditions financières, les membres de la Fed s'activent afin de rappeler que la lutte contre la spirale inflationniste est loin d'être remportée et donc que les taux directeurs doivent encore être relevés et qu'ils ne baisseront pas rapidement. **Les marchés boursiers sont très sensibles aux nouvelles informations qui modifient les perceptions à la marge. Au cours des dernières semaines, des facteurs ont été plus positifs que ce que les investisseurs craignaient il y a un trimestre.**

Les prochaines semaines pourraient marquer un retour de la volatilité sur les marchés actions du fait des dernières réunions des banques centrales en cette fin d'année. Nous pensons qu'il faut rester très mobile. **Nous conservons une position action entre 20% et 30% neutre compte tenu de notre scénario macro-économique qui parie sur une désinflation progressive sur 2023 tout en étant plus prudent à court terme. Nous pensons qu'il faut rester flexible et nous ajusterons le portefeuille en utilisant des futures (Eurostoxx, S&p, Nasdaq) . En terme géographique, nous rééquilibrons notre vue entre les Etats-Unis et l'Europe.**



Richelieu Harmonies ESG

Les récentes évolutions politiques en Europe, la baisse des matières premières (notamment énergétiques) et un possible réouverture de la Chine sont des catalyseurs qui rassurent. De plus, le caractère plus-value du marché européen et des dividendes plus importants peuvent être un avantage certain sur la fin d'année. La seule incertitude reste le pic d'inflation qui n'est toujours pas atteint et qui pourrait pousser la BCE à agir de manière plus importante. Le secteur financier (banques et assurance) continue d'avoir notre faveur dans ces conditions. Le marché US devrait être plus volatile au gré des discours « Hawkish » des banquiers centraux. Cependant, dans les faits, la FED sera plus accommodante dans le mois à venir. L'évolution des marges représente la plus grande source d'incertitude en ce qui concerne les fondamentaux mais un restockage (lié à des inventaires encore trop faibles et une normalisation des chaînes logistiques) et le niveau des valorisations (qui devraient cesser de se détériorer compte tenu de la prise en compte du point pivot de la FED) devraient être un élément positif. **Nous privilégions les valeurs capables de maintenir des niveaux de marges élevés qui possèdent un pricing power et des bilans solides. (le luxe , la réassurance par exemple).**

Le secteur de la technologie contrairement à nos attentes continue de souffrir d'une désaffection liée à la démondialisation. Nous privilégions les capitalisations plus modérées sur ce segment. Nous augmenterons dans les semaines à venir les investissements sur les mid caps US qui présentent des niveaux de rentabilité substantiels. Nous éviterons les entreprises non profitables et les titres aux marges vulnérables. En ce qui concerne la Chine, si une réouverture de l'économie chinoise est très probable, le timing reste incertain. Des manifestations ont éclaté dans plusieurs villes du pays ce week-end, avec des slogans d'une rare hostilité envers le président chinois et le Parti Communiste Chinois. À court terme, nous ne savons pas si cela va accélérer le mouvement d'allègement de la politique Zéro Covid ou créer une crise supplémentaire. Nous préférons rester à l'écart pour le moment. Nous favorisons davantage une exposition indirecte via des acteurs qui opèrent effectivement dans le pays et dont le chiffre d'affaire a été significativement impacté par la politique 0 Covid (Luxe par exemple). En terme géographique, le Japon profitera de la réouverture de l'économie chinoise et d'une croissance plus solide liée à un effet rattrapage. Nous privilégions encore les actions japonaises en devise locale. **Après le pivot de la Fed, nous nous attendons à un rebond des actifs émergents.** Le cycle de hausse des taux des banques émergentes a pris fin contrairement aux pays développés. Toutefois, un changement de sentiment dans la dynamique de croissance est nécessaire. Si ces catalyseurs se concrétisent, les actions émergentes devraient surperformer les marchés développés et la dette des pays émergents libellée en devise locale devrait devenir de plus en plus attrayante. Les perspectives pour les actions des pays émergents en 2023 sont difficiles : le ralentissement de la croissance, l'inflation inconfortablement élevée et les risques géopolitiques sont toujours d'actualité. Ces risques ne sont pas propres aux pays émergents, et **nous continuons à penser que les actions de ces pays ont pour l'instant un bêta trop important. Il est encore trop tôt et attendons des mois plus propices pour se repositionner.**

Document non contractuel produit uniquement à titre d'information. Il ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou de souscription. Avant d'investir, vous devez vous procurer et lire attentivement le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) disponible auprès de Richelieu Gestion et sur le site www.richelieugestion.com. Richelieu Gestion décline toute responsabilité en cas de pertes, directes ou indirectes, causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. La valeur des parts des fonds peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les chiffres cités ont traités aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Conformément à l'article 321-116 du règlement général de l'AMF, vous pouvez recevoir sur simple demande des précisions sur les rémunérations relatives à la commercialisation des fonds.



Richelieu Harmonies ESG

Rappelons qu'en début d'année, le rendement des obligations "Investment grade" à cinq ans libellées en euros atteignait 1 %, dont 0 % pour le taux de référence des obligations souveraines allemandes et une marge de crédit de 1 %. Aujourd'hui, le taux est de 4 %, avec une marge de crédit de 2%. **Nous pensons qu'au premier trimestre le secteur obligataire sera à privilégier, les anticipations de hausse de taux intégrant une très large part de l'action des banques centrales.** Les marchés du crédit se sont nettement améliorés depuis le pic des spreads dans la seconde moitié d'octobre. Nous pensons que les spreads devraient se maintenir jusqu'à la fin de l'année mais se resserrer au cours de l'année 2023 d'environ 100bps rajoutant un gain en capital au rendement actuel. **Nous privilégions pour l'instant l'Investment grade et le High yield de bonne qualité (BB+).** Compte tenu de la décélération de la croissance mondiale et du recul des bénéfices attendu au premier semestre de 2023, ces derniers devraient surperformer. Nous restons sur notre vue positive au global. Les obligations « crossover » sont encore particulièrement intéressantes même si nous pourrions encore avoir une certaine volatilité à l'image des marchés actions. Les vents contraires devraient perdre en intensité courant 2023, permettant une amélioration du cycle d'activité et une augmentation progressive de l'exposition au risque dans les portefeuilles. Nous privilégions les entreprises ayant un bilan solide et un fort niveau de génération de cash. Après l'une des pires années en performance et d'une très forte corrélation avec les marchés actions, les obligations retrouvent leurs qualités d'outil de diversification dans les portefeuilles grâce au coussin de rentabilité acquis en cette fin d'année. Un scénario d'une récession modérée devrait bénéficier au segment obligataire sur 2023 qui pourrait être une image miroir de 2022. L'incertitude concernant la Fed et une inflation plus haute que prévue ont été les principaux facteurs d'élargissement des spreads IG en 2022. En revanche, le déclin des incertitudes liées à la Fed devrait permettre aux spreads IG de se resserrer malgré des fondamentaux de crédit un peu plus faibles l'année prochaine.

En termes de devises, nous restons négatifs sur le GBP : l'équation s'annonce plus défavorable étant donné le risque de voir le double déficit britannique s'aggraver fortement au cours des prochains trimestres. Les interventions du trésor japonais devraient contribuer à une certaine stabilité du yen. **En ce qui concerne le dollar**, nous pensons que la fourchette 1 / 1.05 était à un niveau adéquat. Une baisse plus marquée de l'inflation US et un discours volontaire de la BCE devrait permettre une stabilisation puis une baisse de la devise américaine dans la deuxième partie de l'année (notre objectif de fin d'année est de 1.08). **La devise américaine reste la principale valeur refuge contre une inflation qui s'accélérait ou une mondialisation du conflit ukrainien.** Nous augmenterons nos positions en fonction de la suite du conflit cependant nous préférons actuellement couvrir une partie de nos investissements US en devise.

Document non contractuel produit uniquement à titre d'information. Il ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou de souscription. Avant d'investir, vous devez vous procurer et lire attentivement le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) disponible auprès de Richelieu Gestion et sur le site www.richelieugestion.com. Richelieu Gestion décline toute responsabilité en cas de pertes, directes ou indirectes, causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. La valeur des parts des fonds peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les chiffres cités ont traités aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Conformément à l'article 321-116 du règlement général de l'AMF, vous pouvez recevoir sur simple demande des précisions sur les rémunérations relatives à la commercialisation des fonds.