



Banque Richelieu
FRANCE

L'esprit de conquête

PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT

SEPTEMBRE

ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 5 SEPTEMBRE 2022





PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT • SEPTEMBRE 2022



SOMMAIRE



1. POINT MACROÉCONOMIQUE

Page 4

2. NOS CONVICTIONS

Page 14

3. NOS ALLOCATIONS

Page 34



PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT • SEPTEMBRE 2022

POINT MACROÉCONOMIQUE
**INCERTITUDES À
TOUS LES ÉTAGES.**

L'année 2022 a vu émerger de nombreux événements qui ont transformé les tendances de début d'année.

En janvier, nous évoquions la hausse de la probabilité de réalisation d'évènements stressants et négatifs qui devait amener une volatilité de marché plus importante au-delà de fondamentaux à priori solides. Cependant, nous ne nous attendions pas à une intensité de cet acabit que ce soit au niveau géopolitique (l'invasion de l'Ukraine par la Russie), inflationniste (hausse des salaires aux États-Unis), pandémie (fermeture de la Chine et donc de l'économie chinoise).

Ces événements indépendants se sont synchronisés en provoquant des baisses massives de l'ensemble des actifs financiers. Nous voilà dans une situation encore incertaine à tous les niveaux et nous profitons de la rentrée pour faire un point. Le ralentissement de la croissance économique, l'accélération de l'inflation, le resserrement des politiques monétaires et l'augmentation des risques géopolitiques sont autant de facteurs qui pèsent sur les marchés financiers. **Néanmoins, nous pensons que la fin d'année devrait amener des réponses à ces incertitudes et imposer une tendance.**

— GÉOPOLITIQUE

Après 6 mois de guerre entre l'Ukraine et la Russie, la tension reste à son comble. La situation est incertaine que ce soit positivement (cessez-le-feu) ou négativement (généralisation du conflit). Fin juillet, les deux pays ont signé l'accord sur l'exportation des céréales ukrainiennes à Istanbul, ce qui semble démontrer que même si le conflit risque de durer, des solutions négociées pour éviter des catastrophes humanitaires peuvent émerger. Cependant, l'Europe est en première ligne et devra rester unie.

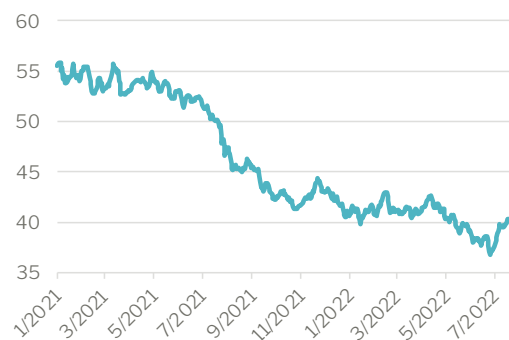
Du côté chinois « le Parti communiste chinois (PCC) est attaché à la mission historique de résoudre la question de Taïwan et de réaliser la réunification complète de la Chine » indique un livre blanc publié en août. Les manœuvres militaires chinoises autour et au-dessus de Taïwan commencées après la visite, début août, de Nancy Pelosi, présidente de la Chambre des représentants des États-Unis, s'étaient à peine achevées qu'une nouvelle délégation venue de Washington atterrissait sur l'île. Les visites de parlementaires n'ont pourtant rien d'inhabituel mais elles prennent aujourd'hui une autre dimension. A court terme, les conséquences économiques et politiques d'un conflit seraient massives pour le régime communiste. **Une escalade est toujours possible compte tenu de la situation actuelle.** La question est de savoir si un nouvel ordre mondial est en train de se déployer. La situation reste pour le moment imprévisible.

De nombreuses élections sont en jeu dans les mois à venir.

Les Américains seront de nouveau appelés aux urnes pour les «midterms», qui permettent de renouveler la chambre des représentants, mais aussi un tiers des 100 sièges du Sénat. Un scrutin qui s'annonce délicat pour Joe Biden, dont la popularité s'est effritée jusqu'en juillet, cependant, le résultat n'est pas acquis pour les républicains.

Le prix de l'essence chute aux USA, après avoir atteint des sommets début juin, et soulage le portefeuille des Américains et le président américain peut également se réjouir d'avoir obtenu des victoires politiques, notamment le ralliement d'un sénateur centriste prêt à voter un grand plan d'investissement pour faire baisser le prix des médicaments et lutter contre le réchauffement climatique.

Pourcentage Opinion Favorable pour Joe Biden



Source : Real Clear Politics

En Europe, après la démission du gouvernement de Mario Draghi, des élections législatives se tiendront le 25 septembre et pourraient être un test important pour les marchés italiens face à une remontée des spreads de crédit et une politique monétaire de la BCE moins accommodante. L'épisode d'accès au pouvoir de la ligue du nord en 2018 avait provoqué une crise souveraine majeure.

Au Brésil, la campagne présidentielle a débuté le 23 août. L'élection aura lieu le 2 octobre et tous les sondages donnent pour l'instant Bolsonaro perdant face à l'ancien président, Lula. Ce dernier n'a pas encore dévoilé son programme économique mais souhaite un renouveau de la politique sociale et donner une image plus positive du Brésil sur la scène internationale.

Le parti communiste chinois tiendra son 20^e congrès national dans la seconde moitié de 2022, au cours duquel Xi Jinping devrait entamer son troisième mandat de chef du parti, tandis que la direction centrale du PCC sera réorganisée. Au-delà de la Chine, ce seront les directions prises par le président chinois au niveau international qui donneront une idée du nouvel ordre mondial pour les prochaines années avec toutes les répercussions géopolitiques et économiques qui en découlent.

Au niveau de la pandémie, pour l'instant, la crise épidémique de la Covid passe au second plan. Même si les variants restent pour l'instant beaucoup moins virulents, la crise épidémique constitue une épée de Damoclès notamment à l'approche de l'automne (retour du froid ou nouveau variant). En Chine, la politique stricte « zéro-covid » n'est pas remise en cause mais nous pensons que les mesures de verrouillage seront plus ciblées et moins contraignantes pour l'activité.

Le monde d'après se dessine, mais de manière bien différente que nous pouvions l'imaginer. On espérait un monde plus solidaire après l'épisode dramatique de 2020. Une réalité bien différente se matérialise à grand pas. Les tendances se sont accélérées et les déséquilibres ne font que s'exacerber. Certes, les chiffres d'inflation sont un peu meilleurs (surtout aux US), mais le momentum macro-économique continue de se détériorer. Malgré tout, des opportunités se dessinent.

Les entreprises de meilleure qualité peuvent continuer à prospérer dans un contexte difficile. Elles peuvent souvent en profiter pour construire et sédimenter leur position. La relocalisation des outils de production devrait favoriser les investissements et la réduction de la dépendance des énergies fossiles amène des plans de relance massifs de la part des Etats.

L'incertitude crée des opportunités et la flexibilité reste de mise : qualité des actifs, relocalisation, énergies renouvelables seront, sans conteste, les thèmes centraux des prochains mois.

CROISSANCE ÉCONOMIQUE

En venant s'ajouter aux dégâts causés par la pandémie de Covid, l'invasion russe de l'Ukraine a accentué le ralentissement de l'économie mondiale, qui entre dans ce qui pourrait devenir une période prolongée de croissance faible et d'inflation élevée. **Selon la Banque Mondiale, la croissance devrait chuter de 5,7 % en 2021 à 2,9 % en 2022, soit nettement moins que les 4,1 % prévus en janvier dernier.** Pour bien des pays, il sera difficile d'échapper à la récession.

Dans les pays émergents, les conséquences négatives de la guerre éclipsent l'effet positif éventuel à court terme de la hausse des prix de l'énergie pour certains exportateurs de matières premières. L'objectif d'une hausse du PIB chinois d'environ 5,5 % cette année semble hors de portée.

Un chiffre inférieur marquerait pour la Chine son rythme de croissance le plus faible depuis le début des années 1990, hors période Covid. Nous tablons dorénavant sur une récession en zone euro au deuxième semestre du fait des données économiques (flash PMI de la zone sous 50 en juillet), lestées en grande partie par l'Allemagne, les perspectives peu encourageantes d'un provisionnement réduit de gaz russe et enfin, de la chute du gouvernement Draghi qui retarde le soutien politique nécessaire au Fonds de Rétablissement en Italie.

Nous pensons que la récession sera de faible ampleur compte tenu des plans de soutien, présents et potentiels.

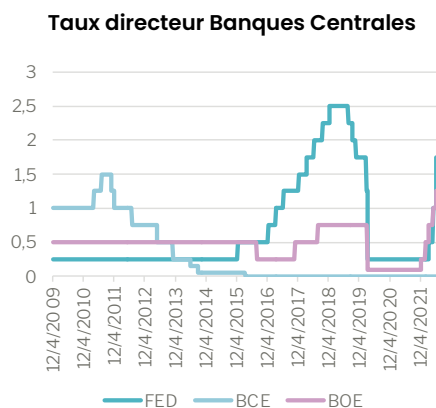
Aux États-Unis, même si l'activité au 1^{er} trimestre a cédé 1,4 % (principalement liée aux déséquilibres entre exportation et importation), nous anticipons que l'économie devrait réussir son atterrissage en douceur et éviter une récession. **La consommation reste dynamique grâce à l'action des États pour atténuer la baisse du pouvoir d'achat.**

BANQUES CENTRALES

L'action des Banques Centrales reste le point crucial pour les marchés financiers. La situation est très conflictuelle au sein des institutions notamment en Europe.

Malgré des baisses sensibles des taux d'inflation aux US, plusieurs membres de la Fed ont, à ce titre, rappelé que le resserrement monétaire de l'institution, afin de lutter contre l'inflation, était encore loin d'être terminé et que celui-ci pourrait, contrairement aux attentes des investisseurs, se prolonger en 2023.

Aux États-Unis, nous estimons qu'en raison des fortes tensions sur le marché du travail et des hausses de salaires qui en découlent, cela prendra du temps pour que l'inflation des services revienne à un niveau compatible avec l'objectif de 2 %. Par conséquent, la Fed continuera le resserrement de sa politique monétaire jusqu'au début de l'année 2023 mais à un rythme dorénavant plus modéré. En Europe, la BCE est prise entre le marteau de l'inflation et l'enclume de la récession. Nous pensons que l'institution devra remonter ses taux directeurs encore de 0,75 % pour rester crédible mais les échéances politiques italiennes fragilisent pour le moment son outil antifragementation.



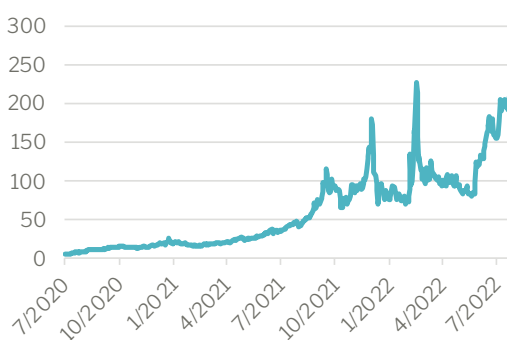
Sources : Bloomberg & Banque Richelieu

PRIX DE L'ÉNERGIE

Il est clair que l'Europe est toujours en proie à l'inflation liée à l'énergie. Les conséquences négatives pour les consommateurs et les entreprises vont s'amplifier. La baisse des prix du pétrole est, en premier lieu, le reflet de crainte sur la croissance mondiale et donc d'une moindre consommation. L'approvisionnement énergétique constitue toujours un enjeu crucial pour les pays européens. **Le prix de l'électricité en Europe est revenu au niveau de son point haut de mars dernier** (à près de 230 €/MWh) en raison de la reconstitution des stocks en vue de l'hiver prochain par les Etats, de la forte réduction des exportations de gaz russe et des conditions météorologiques défavorables. Les économies européennes ont eu tendance à renforcer le rôle du gaz dans leur mix énergétique au fil des années. Ainsi, en Italie, la part du gaz dans le mix énergétique primaire atteint 41 % en 2021 et dépasse celle du pétrole. Du reste, en raison de la volonté de substituer du charbon et du pétrole au gaz, les émissions de gaz à effet de serre vont encore croître (elles sont déjà en hausse de 6 % sur un an au premier trimestre en Europe) ce qui éloigne l'Union Européenne de ses objectifs environnementaux et augmente le prix de la tonne de carbone (retour au-delà de 90 €).

Une bonne nouvelle pourrait poindre dans les semaines à venir. Nous attendons un dénouement quant à l'accord du pétrole iranien. L'Union Européenne a annoncé étudier la réponse transmise par l'Iran. Les « éléments de langage » transmis de part et d'autre ces derniers temps, laissent augurer d'une réelle possibilité d'accord mais la prudence reste encore de mise.

Prix du Megawatt par heure en Europe



Sources : Bloomberg & Banque Richelieu

INFLATION

C'est la statistique qui tourmente les marchés depuis plusieurs mois.

Aux USA, **le taux d'inflation CPI de juillet est ressorti enfin en ralentissement en deçà des attentes en raison de la baisse des prix de l'énergie, notamment de l'essence.** Pour autant, l'inflation demeure historiquement élevée et les prix des services, des produits alimentaires et des logements continuent de croître. Ces deux derniers éléments risquent néanmoins de limiter l'enthousiasme des ménages, surtout les plus défavorisés, qui y consacrent une grande partie de leur budget en dehors de l'énergie. Si l'inflation a d'abord été liée aux hausses des prix de l'énergie et aux goulets d'étranglement dus au Covid, elle s'est ensuite propagée à d'autres biens et aux services. L'autre source de préoccupation est liée à la hausse des salaires, dans un marché de l'emploi dynamique. **Il faudra donc être patient et attendre confirmation d'un reflux plus marqué dans les prochains mois pour savoir si la spirale inflationniste est maîtrisée.**

« Le fait que les prix (...) de l'essence et des denrées alimentaires restent élevés suggère qu'il existe un certain risque sur les attentes d'inflation à plus long terme des ménages et des entreprises qui pourraient continuer d'augmenter ».

*Loretta J. Mester
Présidente de la FED de Cleveland*

En Europe, la situation est différente (il n'y a pas de boucle prix-salaire) et le point haut d'inflation n'a pas encore été atteint.

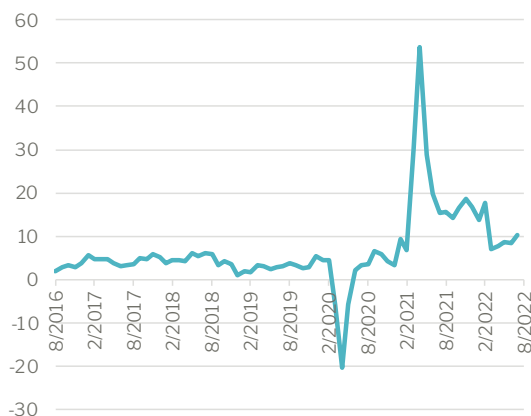
Au Royaume-Uni, le taux d'inflation a bondi en juillet à 10,1 % sur un an, un des plus hauts en 40 ans, essentiellement tiré par les hausses des prix de l'alimentation, aggravant une crise du coût de la vie déjà sévère dans le pays.

En zone euro, la situation est plus différenciée en matière de pouvoir d'achat mais reste encore complexe. Le niveau comparativement faible de l'inflation en France (par rapport aux autres pays européens) « résulte du poids de l'électronucléaire » (69 % de la production d'électricité – plus haut niveau mondial). En effet, 17 % de l'énergie nucléaire est produite à partir de matériaux recyclés et également de la capacité à capter de nouvelles sources d'énergie. Les autres pays restent beaucoup plus dépendants des énergies fossiles. L'inflation est donc moins maîtrisable car elle est directement liée à des éléments extérieurs. **A noter que la France est le seul pays européen avec l'Espagne à posséder un nombre significatif de terminaux opérationnels de gaz naturel liquéfié.**

LES ÉTATS EN RENFORT DU CONSOMMATEUR

Que ce soit en Chine, en Europe, au Japon ou aux États-Unis, les Etats viennent en renfort du consommateur. Par exemple, la proposition de loi *Inflation Reduction Act*, laquelle reprend certaines mesures du paquet social, fiscal et environnemental du programme économique de Joe Biden. Afin d'atteindre cet objectif, la loi vise à mettre en place différentes mesures incitatives adressées aux ménages (ex. crédit d'impôt pour l'achat de véhicules électriques) et aux entreprises afin de favoriser les investissements dans les énergies renouvelables (ex. taxes prélevées sur les producteurs les plus pollués).

Variation annuelle des ventes au détail aux Etats-Unis



Sources : Bloomberg & Banque Richelieu

Face à une nouvelle flambée des prix de l'énergie, **les Etats européens vont être contraints de renforcer les aides budgétaires** pour amortir le choc à venir pour les ménages et les entreprises. Le chancelier allemand, Olaf Scholz, a annoncé un nouveau soutien budgétaire, notamment sous forme d'allègements fiscaux, aux ménages allemands pour faire face à l'inflation.

En Chine, des chèques services sont envisagés afin de stimuler rapidement la consommation.

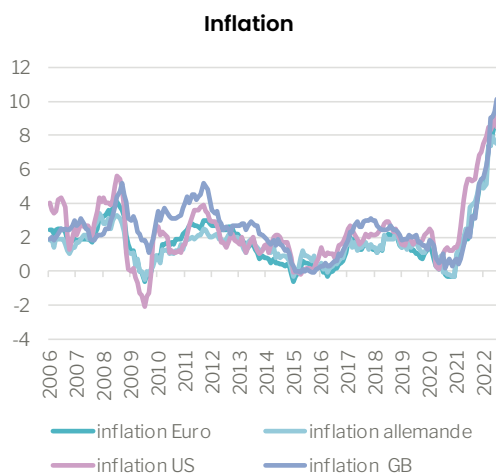
Au Japon, les plans de relance se succèdent pour soutenir le pouvoir d'achat du consommateur.

Ces différentes mesures devraient permettre à la consommation de résister malgré les éléments défavorables à la confiance globale.

ENTREPRISES

La bonne nouvelle de cet été est encore une fois à mettre au profit des entreprises qui ont publié des résultats de bonne facture (en particulier aux USA). **Même si leurs marges ont baissé, les surprises ont été plutôt positives et confortent la conviction d'une certaine résilience.**

Les commentaires restent cependant prudents et les thèmes mis en exergue par les entreprises gravitent autour du risque de récession (impacts sur le consommateur et analyses de sensibilité de l'activité à une récession), de l'évolution des marges bénéficiaires (les sociétés sont très soucieuses de protéger ces marges et à ce stade le *pricing power* semble tenir) et du marché de l'emploi (même si certaines sociétés ont annoncé des gels d'embauche, le marché de l'emploi semble toujours très tendu aux USA). En fin de mois de juillet, les conditions financières se sont assouplies compte tenu de la stabilisation des primes de risque sur le crédit.



Sources : Bloomberg & Banque Richelieu

En Europe, les résultats positifs sur les chiffres d'affaires (boostés par l'inflation) et les bénéfices ont quelque peu déçu, tant en termes de fréquence que d'ampleur, mais nous restons à des niveaux records ou proches de ceux-ci pour la plupart des indicateurs. **Les révisions à la baisse des bénéfices devraient intervenir au cours du deuxième semestre notamment dans les secteurs industriels sensibles à l'approvisionnement, en énergie notamment.**

Toutes ces prévisions 2022 réitérées au 2^e trimestre, voire relevées, tous secteurs confondus, s'expliquent sans doute par une activité opérationnelle toujours solide à court terme, mais qui n'intègre pas le probable coup de frein lié aux hausses de taux.

C'est pourquoi dans cet environnement incertain, nous privilégions, dans la construction de nos portefeuilles, les sociétés disposant d'un modèle économique et d'un bilan solides et offrant de la visibilité en terme de stratégie. Les secteurs industriels à haute valeur ajoutée ainsi que le secteur technologique continuent clairement à présenter des opportunités d'investissement sur le moyen terme.



NOS 4 CONVICS

Nous avons identifié **4 thèmes**
qui pourraient dominer l'économie
globale et les marchés financiers
pour le reste de l'année 2022
et au-delà.



ENTREPRISES

RESHORING : UNE DÉMONDIALISATION POSITIVE

Les tensions commerciales, la géopolitique (y compris l'escalade des tensions entre la Chine et Taiwan), le Covid et les perturbations des chaînes d'approvisionnement qui les accompagnent sont autant de facteurs qui vont perdurer pour les années à venir.

Conséquences en termes d'investissement

- Actions américaines
- Matériel technologique
- Valeurs industrielles
- Industrie 4.0



ÉCONOMIE

ET SI L'INFLATION PERDURAIT ?

La relocalisation des centres de production à marche forcée ainsi que la transition énergétique vers une économie plus verte sont inflationnistes et échappent aux contrôles des Banques Centrales. Ainsi, on ne voit pas les taux augmenter de manière incontrôlée.

Conséquences en termes d'investissement

- Investissements obligatoires avec des durations courtes
- Actions à dividendes soutenables
- Prudence sur les biens de consommation durables



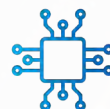
ÉNERGIE

TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Alors que le conflit ukrainien attise une crise énergétique déjà préoccupante, la question de l'indépendance énergétique est plus que jamais au cœur des débats.

Conséquences en termes d'investissement

- Énergie nucléaire
- Cycle en amont
- Matières premières
- Construction et rénovation écologique
- Énergies vertes



INNOVATION TECHNOLOGIQUE

L'INNOVATION, CLÉ DE LA RELANCE

Les crises ont toujours été des moteurs puissants d'innovations. La plupart des grandes découvertes technologiques ont été stimulées par des crises. Les entreprises s'adaptent, évoluent, innover.

Conséquences en termes d'investissement

- Secteur de la technologie
- Secteur de l'innovation
- Grandes entreprises américaines
- Sociétés à forte croissance



#ENTREPRISES

1. RESHORING

Une démondialisation positive



Les tensions commerciales, la géopolitique (y compris l'escalade des tensions entre la Chine et Taïwan), le Covid et les perturbations des chaînes d'approvisionnement qui les accompagnent sont autant de facteurs qui vont perdurer pour les années à venir.

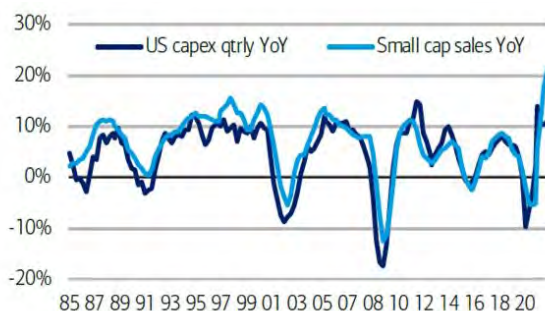
LES FAITS

Larry Fink, le patron de BlackRock, a écrit à ses actionnaires que l'invasion russe avait mis fin à la mondialisation telle qu'on la connaît depuis trente ans. **La mondialisation s'est traduite par les délocalisations des industries manufacturières entre les pays développés et les pays émergents.** Les marchandises étaient transportées par des chaînes d'approvisionnement en flux tendu, permettant de baisser les coûts de production des entreprises et de favoriser une faible inflation. Les entreprises ont sous-investi dans leurs marchés locaux au profit de centres de production délocalisés à moindre coût. La mondialisation a mis en place un lien indéfectible entre géopolitique et économie. Les récents événements ont mis en lumière la nécessité d'une relocalisation à marche forcée pour satisfaire la sécurité énergétique et industrielle.

ANALYSE

Le rapport de données 2021 de la « *Reshoring Initiative* » traite de la relocalisation et de la manière dont la tendance continuera d'être la clé de la fabrication et de la reprise économique aux États-Unis. Les « *Chips Acts* » américains et européens, la loi *America COMPETES*, la stratégie industrielle de l'Union Européenne et le programme *Made in China 2025* sont autant d'exemples des efforts concertés menés par les pouvoirs publics pour diversifier les chaînes d'approvisionnement et relocaliser les industries stratégiques. **Les dépenses d'investissement des entreprises américaines qui relocalisent leurs activités et les besoins qui en découlent en matière de services bancaires régionaux, d'entreposage, etc. devraient constituer un vent favorable sur plusieurs années pour les petites capitalisations,** dont les ventes sont plus fortement corrélées aux cycles d'investissement américains que les grandes capitalisations. Les arguments en faveur de la relocalisation continuent de se renforcer. La loi *CHIPS* devrait contribuer à la dynamique d'investissement aux États-Unis mais nous considérons également les Critères Environnementaux, Sociaux, Gouvernance (ESG) comme un facteur déterminant dans le contexte de l'attention accrue portée aux émissions de carbone, à la nécessité de chaînes d'approvisionnement plus transparentes et moins complexes et aux considérations de santé et de sécurité de la main-d'œuvre.

La croissance des ventes des petites capitalisations a été fortement corrélée aux dépenses d'investissement aux États-Unis.



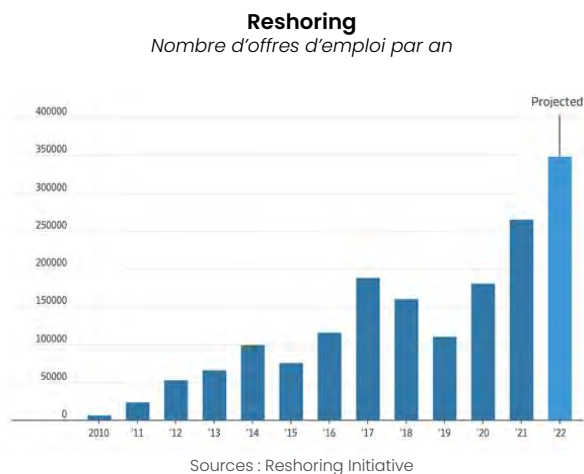
Sources : FactSet; Haver Analytics BofA US Equity & US Quand Strategy

La liste des secteurs concernés est longue, mais elle englobe généralement la cybersécurité, les semi-conducteurs, les composants pharmaceutiques et l'énergie. En outre, compte tenu des goulets d'étranglement qui continuent d'affecter les chaînes d'approvisionnement, ce phénomène intervient à un moment où les entreprises se détournent des systèmes de gestion des stocks de type « *Just-in-time* », symboles des chaînes d'approvisionnement ultra-performantes de l'industrie automobile japonaise, au profit des stratégies de type « *Just-in-case* ». **Il s'agit d'un modèle qui associe diversité des fournisseurs, renforcement du fonds de roulement et résilience des chaînes d'approvisionnement.**

Selon la *Reshoring Initiative*, 1,3 million d'emplois manufacturiers ont été annoncés pour la période 2010-21, avec une forte augmentation ces dernières années, principalement dans les États du Sud et du Midwest. D'autres preuves de la délocalisation, l'augmentation des mentions « *Reshoring* » dans les publications de résultats des sociétés américaines (données régionales) sur les offres d'emploi dans l'industrie manufacturière corrobore non seulement la dynamique de l'embauche, mais aussi des augmentations plus importantes des offres dans les États clés de la délocalisation depuis 2020, même lorsqu'elles sont normalisées par le nombre total d'offres d'emploi ou les populations des États.

Les entreprises américaines sont sur le point de relocaliser, ou de retourner aux États-Unis, pour près de 350 000 emplois cette année.
Ce serait le nombre le plus élevé jamais enregistré depuis 2010.

Dans un contexte où l'on se concentre de plus en plus sur les émissions de carbone, sur une plus grande transparence et une moindre complexité des chaînes d'approvisionnement et sur les considérations de santé et de sécurité de la main-d'œuvre, nous considérons l'ESG comme un facteur supplémentaire pour aider à stimuler la délocalisation.



Les entreprises de la majorité des secteurs utilisent la relocation comme stratégie pour atteindre le zéro émission. Il s'agit de la deuxième stratégie la plus populaire dans les industries après l'amélioration de l'efficacité énergétique et le passage aux énergies propres/renouvelables. **Les solides caractéristiques fondamentales du marché américain et l'importance des cash-flows par rapport aux dépenses d'investissement indiquent que ce marché dispose des ressources nécessaires pour investir dans cette thématique clé.** L'escalade récente des tensions entre la Chine et Taïwan souligne également ce thème, les États-Unis dépendent de Taïwan, de la Corée du Sud et de la Chine pour les semi-conducteurs. L'adoption récente de la loi *CHIPS* – qui prévoit 53 milliards de dollars pour la production de semi-conducteurs et la R&D aux États-Unis – devrait renforcer l'élan des investissements nationaux.

Les États-Unis ont accru les actifs intangibles ces dix dernières années par rapport au reste du monde.

Cet investissement dans la connaissance devrait leur permettre de bénéficier de la poussée en faveur des technologies de pointe. **La priorité accordée par les autorités à la sécurité numérique devrait être bénéfique pour le secteur de la technologie et notamment pour le matériel technologique.**

Les dépenses d’investissement devraient stimuler l’innovation dans de nombreux secteurs manufacturiers de pointe.

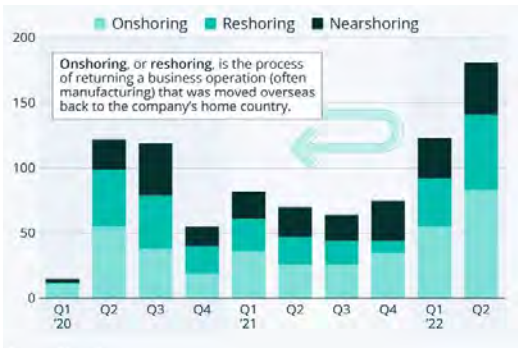
Selon nous, le secteur de la production manufacturière offre le moyen le plus attrayant d’investir dans des projets concrets car il compte de nombreuses entreprises de grande qualité.

Les effets positifs de la relocalisation aux Etats-Unis

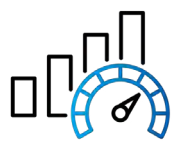


Bring it home

Mentions des mots-clés de la délocalisation dans les appels d’offres et les présentations des entreprises publiques américaines.



Sources : Bloomberg



Notre solution d'investissement

- **Actions américaines**
- **Matériel technologique**, compte tenu de la priorité accordée à la sécurité numérique et aux actifs intangibles.
- **Valeurs industrielles**, compte tenu de la priorité accordée aux dépenses d'investissement supplémentaires pour renforcer la résilience des chaînes d'approvisionnement.





#ÉCONOMIE

2. ET SI L'INFLATION PERDURAIT ?



La relocalisation des centres de production à marche forcée ainsi que la transition énergétique vers une économie plus verte sont inflationnistes et échappent aux contrôles des Banques Centrales. On ne voit pas les taux augmenter de manière incontrôlée.

LES FAITS

Après avoir maintenu un discours pendant des mois d'inflation temporaire, les Banques Centrales ont réagi tardivement à augmenter les taux d'intérêt pour accompagner la réouverture des économies post-Covid.

Les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement, la hausse des matières premières maintiendront des prix à un niveau plus élevé et plus longtemps qu'anticipé par la plupart des acteurs économiques. Les principales Banques Centrales des pays développés ont accéléré le rythme de hausses des taux tout en réduisant la taille des bilans sur la première partie de l'année 2022. Toutefois, l'inversion de la courbe des taux et le risque de récession économique viendront rapidement tempérer l'agressivité des politiques monétaires même si le combat de l'inflation restera prioritaire.

ANALYSE

La pandémie mondiale et le conflit en Ukraine sont venus perturber les chaînes d'approvisionnement ainsi que le prix des matières premières. L'urgence de la transition énergétique, initiée bien avant le conflit en Ukraine, est également un facteur inflationniste non négligeable.

Les Banques Centrales des pays développés devraient continuer de lutter contre l'inflation mais à un rythme de moins en moins soutenu dans les prochains mois et adopter une politique plus attentiste en 2023. Les Banques Centrales des pays émergents, après avoir déjà, pour la plupart largement augmenté les taux d'intérêts pourraient adopter rapidement des politiques accommodantes.

Toutefois, de nouveau, nous souhaitons insister sur le fait que certains facteurs notamment la hausse des prix des matières premières, les problèmes de goulets d'étranglements qui viennent impacter l'offre et pèsent sur l'inflation courante restent globalement insensibles aux politiques monétaires. Les Banques Centrales ne maîtrisent pas l'offre et la demande !

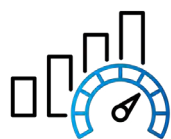
Même si nous jugeons que la priorité restera le combat de l'inflation du côté des Banques Centrales, nous restons globalement moins agressifs que le consensus quant aux perspectives des futures hausses de taux, de la Fed notamment.

Nous pensons que l'inflation devrait progressivement se tasser au fur et à mesure que la demande mondiale ralentit, que l'offre se normalise et que les goulets d'étranglement se résorbent.

Nous vivrons probablement avec des niveaux d'inflation moins soutenus qu'aujourd'hui mais plus élevés que pré-pandémie (sur les 10 dernières années) où l'austérité fiscale et l'assainissement des bilans dominaient.

Le pic de croissance économique post-Covid est également derrière nous. L'atterrissage en douceur des économies sera une opération très délicate pour les Banques Centrales, mais nous pensons que la Réserve Fédérale est toujours en mesure de réussir l'exercice.

La tâche s'avérera autrement plus difficile pour la BCE ainsi que pour la BOE car leurs économies ne bénéficient pas de l'indépendance énergétique à l'inverse des Etats-Unis.



Notre solution d'investissement

- Dans cet environnement, nous continuons de privilégier **les investissements obligataires avec des durations courtes**. Notre préférence reste orientée sur des papiers de qualité. L'idée étant de venir capter du rendement afin de contrer l'inflation qui vient grignoter le pouvoir d'achat des liquidités des investisseurs.
- Au niveau des actifs risqués, les actions de sociétés étant en mesure de délivrer des dividendes soutenables dans le temps restent un axe de construction des portefeuilles. Dans un environnement qui continuera de connaître une inflation supérieure à la décennie précédente, **nous devons privilégier les sociétés avec du « pricing power » à savoir une capacité à transmettre la hausse des prix de production sur les prix supportés par leurs clients**.
- **Nous sommes désormais prudents sur le secteur des biens de consommation durables**, notamment en raison de la faiblesse du moral des consommateurs, de l'inflation élevée et du resserrement des conditions financières. Par le passé, les biens de consommation durables ont souffert de la baisse des dépenses discrétionnaires en fin de cycle économique. La situation fondamentale du secteur s'est détériorée avec d'importantes révisions à la baisse des bénéfices et une dégradation des perspectives de rentabilité, ce qui pourrait prolonger la sous-performance du secteur.





ÉNERGIE

3. TRANSITION ÉNERGÉTIQUE



Alors que le conflit ukrainien attise une crise énergétique déjà préoccupante, la question de l'indépendance énergétique est, plus que jamais, au cœur des débats.

LES FAITS

Dans ce contexte, **les pouvoirs publics commencent à exhorter les particuliers et les entreprises à réduire leur consommation d'énergie.** En d'autres termes, c'est aux citoyens de payer le prix fort des choix politiques du passé, alors que la crise énergétique menace de plonger l'Europe dans la récession.

L'Agence Internationale de l'Energie (AIE) a présenté à l'Union européenne un plan d'action en 10 points pour rapidement réduire de plus d'un tiers la dépendance énergétique à l'égard des approvisionnements russes, tout en soutenant le *Green Deal* européen « *un ensemble de mesures visant à engager l'UE sur la voie de la transition écologique et à faire de l'Europe le premier continent neutre sur le plan climatique d'ici 2050* ».

Parmi ces mesures, l'AIE cite l'accélération du déploiement de nouveaux projets éoliens et solaires avec pour objectif de réduire la consommation de gaz de 6 milliards de mètres cubes d'ici un an.

La transition énergétique est réelle. La demande d'électricité devrait plus que doubler d'ici 2050 et les énergies renouvelables devraient dépasser toutes les autres sources d'énergie – elles ne représentent que 8 % actuellement. Les réseaux électriques actuels des plus grands pays représentent une problématique majeure.

Non seulement les infrastructures sont obsolètes, mais elles sont surtout incapables de répondre à la demande des consommateurs et agissent comme un frein à la transition énergétique. Il n'y aura pas de transition énergétique sans renouvellement du réseau.

ANALYSE

Le Covid a démontré la capacité des États européens à soutenir leurs économies dans une situation de crise, un effort politique concerté sur le front de l'énergie est également une nécessité aujourd'hui. Les investissements dans le secteur peuvent réconcilier croissance et créations d'emplois avec transition écologique. Elle doit prendre toute sa place dans le débat actuel sur le renforcement de l'autonomie stratégique de l'Union Européenne.

Le monde passe progressivement des hydrocarbures à des alternatives plus vertes pour répondre à ses besoins énergétiques. Cette transition a déjà débuté mais plusieurs décennies seront nécessaires pour atteindre une économie durable et prospère. L'avènement des véhicules électriques et la croissance des énergies renouvelables sont des accélérateurs clés de ce changement mais ils nécessiteront le développement d'infrastructures vertes partout dans le monde.

Les métaux de base devraient également s'avérer être des catalyseurs majeurs pour les technologies vertes et jouer un rôle fondamental dans la transition énergétique, mais la flambée récente des cours des métaux tels que le cuivre, le nickel, le lithium ou encore le cobalt, est susceptible de retarder cette transition.





Notre solution d'investissement

- **Et si, dans ce contexte, la meilleure solution était... l'énergie nucléaire ?** Le sujet est à nouveau au centre des préoccupations politiques dans le contexte de crise énergétique actuelle et d'investissements massifs dans les énergies renouvelables, mais qui restent insuffisants. Cette « optionalité nucléaire », dorénavant appuyée par une taxonomie verte européenne favorable, pourrait changer la donne pour plusieurs acteurs de la filière.
- En tant qu'investisseur, les opportunités sur le segment du vert sont quasi infinies, **nous voyons ainsi des opportunités non seulement à court terme mais aussi à long terme.** Nous privilégions de jouer à la fois le cycle en amont (infrastructures, bornes de recharge électrique), les matières premières (lithium, uranium), la construction & rénovation écologique (système de froissement, de chauffage, purificateur d'air), l'économie circulaire (biocarburant, traitement de l'eau, recyclage) et les énergies vertes (solaire, éolien, hydrogène).





#INNOVATION

L'INNOVATION, 4. CLÉ DE LA RELANCE



Crise Covid, crise des approvisionnements, crise énergétique, crise géopolitique... Comment dès lors se projeter plus loin que les nuages qui s'amoncellent ? Grâce à l'innovation !

Les crises ont toujours été des moteurs puissants d'innovations. **La plupart des grandes découvertes technologiques ont été stimulées par des crises.** Car, quand vous n'avez pas le choix, vous êtes bien obligés de trouver des solutions. Pour contenir l'inflation des coûts, trouver de nouveaux matériaux, ou encore imaginer des solutions de diversification des approvisionnements, etc. Les entreprises s'adaptent, évoluent, innovent..

LES FAITS

Les valeurs technologiques ont été quelque peu malmenées sur les marchés financiers ces derniers mois. Sur fond de politiques monétaires plus restrictives, les taux d'intérêt plus élevés ne menacent pas seulement les bénéfices des entreprises en augmentant les coûts d'emprunt, ils réduisent également la valeur actualisée de leurs bénéfices anticipés. Cet effet est amplifié pour les jeunes entreprises technologiques dont les bénéfices les plus importants ne sont attendus que dans quelques années. Il est ainsi essentiel d'être sélectif.

La technologie est aujourd'hui présente à tous les échelons de la société, au niveau des entreprises, des gouvernements aussi, bien qu'au niveau des consommateurs. L'innovation est au cœur du secteur et requiert des investissements de plus en plus importants. Au niveau mondial, des milliards d'utilisateurs se connectent et participent à cette transition massive vers le numérique. Dans ce monde incertain, les dernières publications de résultats trimestriels confirment la solidité des bénéfices dégagés sur certains segments d'activité. Les crises récentes apporteront notamment des technologies disruptives dans des secteurs comme la cybersécurité ou la robotique.

ANALYSE

La solidité financière des leaders technologiques leur permet de continuer à produire et à innover et ce malgré les différentes crises. C'est pourquoi les prévisions de croissance restent fortes au cours des prochaines années. Au vu des niveaux de valorisations actuels, nous revenons progressivement sur ce segment de la technologie qui présente des perspectives solides à moyen terme.

Les grands enjeux mondiaux comme le changement climatique, la dépendance énergétique, les risques de pandémie, la sécurité des données, les problèmes de chaînes d'approvisionnement ont mis en exergue, la dépendance de notre monde à la technologie et l'innovation.

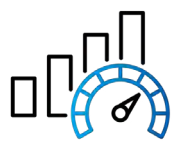
La cybersécurité, avec la crise en Ukraine, sera selon nous un thème dominant dans les prochains mois, années.

Cybersécurité

Avec l'expansion rapide de l'économie numérique, l'augmentation des volumes de données et un regain de tensions sur la scène internationale, **la cybersécurité est devenue un enjeu de société crucial.** Bien qu'il soit un marché final plus petit que celui des infrastructures et des applications du *cloud*, le marché de la cybersécurité pourrait atteindre environ 200 milliards de dollars d'ici 2024, avec un taux de croissance annuel composé d'au moins 10 %, stimulé par le stockage de plus en plus massif de données sur le *cloud* et la rhétorique belliqueuse de certains acteurs internationaux.

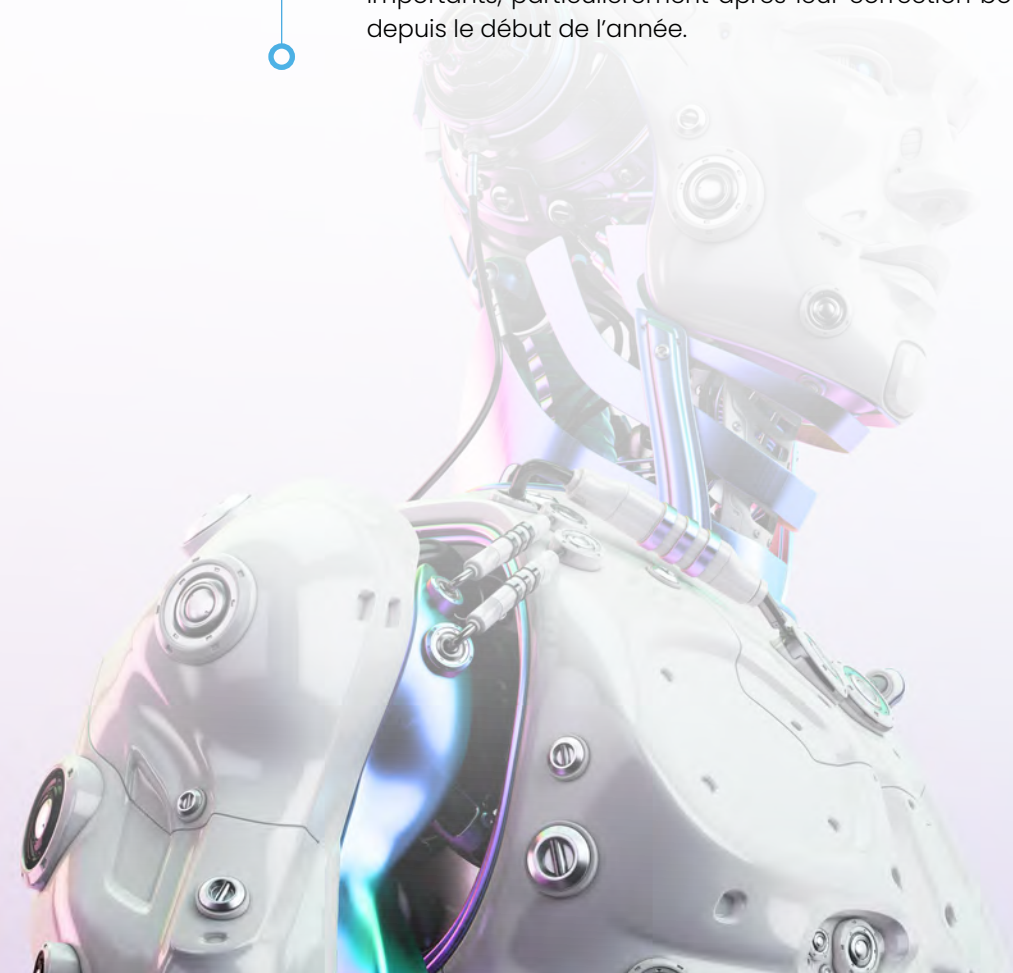
Comme le niveau de menace et les tensions géopolitiques sont historiquement corrélés aux dépenses de défense, les entreprises et les entités gouvernementales doivent agir maintenant pour renforcer leurs capacités de cybersécurité, sinon elles risquent de perdre des données et de subir des violations de sécurité.

La cybersécurité pourrait résister beaucoup mieux que certains autres segments de l'industrie digitale, étant donné les risques accrus pour les entreprises et institutions de toutes tailles. Bien que la croissance des dépenses informatiques soit susceptible de ralentir en raison d'un ralentissement macroéconomique mondial, **les dépenses en matière de cybersécurité vont probablement attirer une plus grande proportion des budgets informatiques, étant donné leur nature non-discrétionnaire.**



Notre solution d'investissement

- Naturellement, l'investisseur avec une vision à long terme devrait avoir une exposition assez large au secteur de la technologie et à l'innovation en général. Du fait de son futur rôle prépondérant dans la résolution de grandes problématiques mondiales, les investisseurs averses au risque devraient investir dans cette thématique par le biais **des grandes entreprises américaines**.
- Pour des investisseurs moins conservateurs, **des sociétés à forte croissance misant sur l'innovation de rupture** sont plus intéressantes car susceptibles d'offrir des rendements bien plus importants, particulièrement après leur correction boursière sévère depuis le début de l'année.

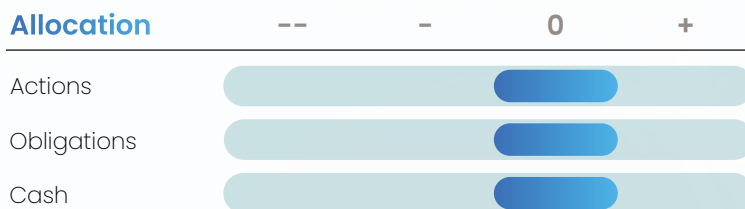




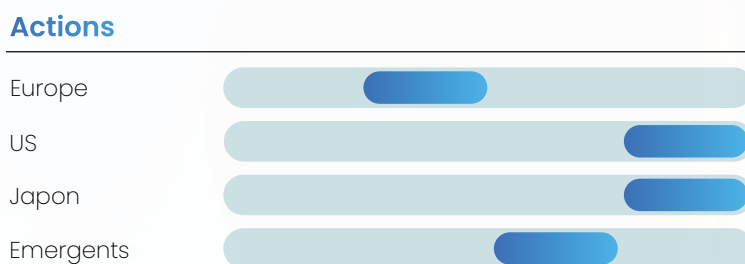
PERSPECTIVES D'INVESTISSEMENT • SEPTEMBRE 2022

NOS ALLOCATIONS

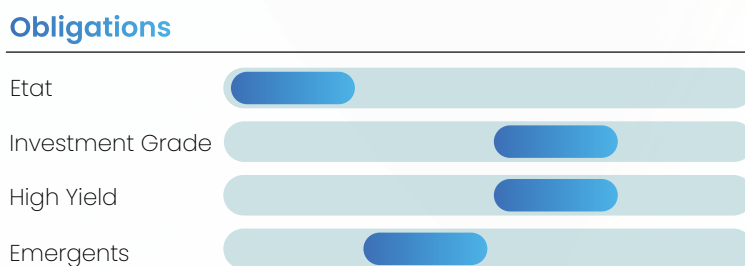
Allocation



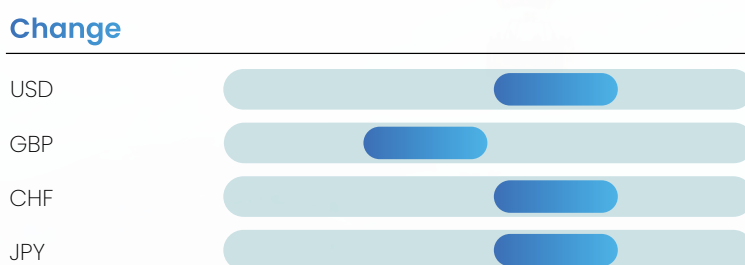
Actions



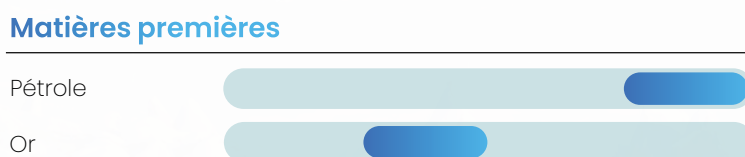
Obligations



Change



Matières premières



DES BANQUES CENTRALES DÉTERMINÉES

Le ralentissement de la croissance, l'accélération de l'inflation, le resserrement des politiques monétaires et l'augmentation des risques géopolitiques sont autant de facteurs qui pèsent sur la confiance des investisseurs.

L'enjeu essentiel à court terme reste, pour nous, la rhétorique des Banques Centrales dans leur lutte contre l'inflation.

Les derniers chiffres d'inflation aux États-Unis ont stabilisé les anticipations de hausse de taux. Cette seule information a permis aux actifs risqués de rebondir fortement de mi-juin à mi-août. Le pic d'inflation est peut-être désormais passé. Le contexte reste toutefois encore difficile à tous les niveaux.

Le désengorgement des chaînes d'approvisionnement couplé au déclin du cours des matières premières ainsi qu'à la récente communication de la FED devraient mener à un contexte macroéconomique moins négatif que prévu.

En Europe, la proximité du conflit ukrainien fait peser de lourdes incertitudes à l'arrivée de l'hiver, compte tenu des interrogations croissantes sur les approvisionnements énergétiques. L'inflation est encore bien en accélération et la BCE n'en est qu'au début du resserrement monétaire. Nous tablons sur des taux directeurs à 1,5 % voire 1,75 % en fin d'année en zone euro et 3,5 % aux États-Unis.

Les conditions financières après une accalmie pendant l'été devraient se dégrader de nouveau. **La consommation résiste pour le moment, les ménages ayant solidifié leur situation financière pendant la pandémie** du fait des transferts publics et de la constitution d'une épargne forcée. Les publications de résultats du 2^e trimestre démontrent une résilience des entreprises dans le maintien de leur marge principalement aux États-Unis.

Globalement, à court terme, nous faisons dorénavant preuve de plus de prudence relative malgré tout. La confirmation d'une désinflation plus forte que prévue et un changement de rhétorique des Banques Centrales devra se mettre en place pour une visibilité plus nette. Nous continuons à privilégier les valeurs de qualité à croissance bénéficiaire lisible dans un contexte récessionniste. De plus, les investissements devraient, quoi qu'il se passe, se focaliser sur les énergies renouvelables et fiables. **Les valeurs industrielles allemandes pâtiront du contexte énergétique en Europe.** Dans leur ensemble, les indices actions européens devraient sous-performer.

Du côté asiatique, la consommation japonaise s'accélère, aidée par la réduction des contraintes sanitaires et l'effet rattrapage. **Nous surpondérons les actions japonaises.**

La situation chinoise reste complexe. Les statistiques du mois de juillet montrent que la reprise engagée en juin peine à gagner en puissance. De nombreuses restrictions sont maintenues et amènent de nouvelles mesures de soutien de la part des autorités.

La PoBC agit à contre-courant, la baisse des taux et du Yuan devrait perdurer et amener une surperformance relative des actifs actions (les autres pays émergents restant très fragilisés par l'inflation et les politiques monétaires restrictives pour lutter contre la faiblesse de leurs devises).

Au niveau des taux d'intérêt, la récente chute des primes de risques sur le crédit au lendemain de la publication des chiffres d'inflation américains nous semble très, voire trop rapide mais démontre l'attrait des investisseurs pour les obligations dont le rendement s'est largement apprécié.

En Europe, la crise énergétique et la situation politique italienne pourraient provoquer des mouvements erratiques et nous privilégions plutôt les actifs américains pour les prochains mois. Les durées des investissements seront principalement courtes.

Nous restons négatifs sur les obligations souveraines en prévision des hausses de taux à venir qui ne sont, en aucun cas, remises en cause par les publications récentes des chiffres d'inflation.

Nous conseillons à court terme de réallouer une partie des investissements vers de la liquidité en attendant la réaction de marché au lendemain des élections italiennes.

ACHEVÉ DE RÉDIGER LE 5 SEPTEMBRE 2022



Le présent document et les informations et données concernant des produits, services ou instruments financiers qui y figurent, ainsi que les analyses, évaluations, hypothèses, appréciations, opinions et estimations qui y sont présentées (les « Informations »), ont été émises par Banque Richelieu France pour votre usage exclusif et privé.

Avant d'effectuer une quelconque opération ou d'investir dans le produit, il vous est conseillé de procéder à votre propre évaluation de l'ensemble des risques, y compris (mais non exclusivement) des risques d'ordre financier, juridique, fiscal et comptable, sans vous baser exclusivement sur les Informations figurant dans le présent document. Veuillez noter que les performances passées d'un instrument financier ne sont pas un indicateur fiable de ses performances futures.

Les informations sont susceptibles d'être modifiées à tout moment sans préavis ni communication aucune. Les projections et prévisions reposent sur un certain nombre d'hypothèses concernant les conditions de marché actuelles et futures et rien ne garantit que les résultats escomptés seront obtenus. Bien que les Informations aient été établies à partir de sources fiables et qu'elles soient par conséquent présumées exactes à la date de publication du présent document, aucune garantie expresse ou tacite n'est donnée quant à leur exhaustivité, précision, authenticité, actualité, validité ou pertinence et Banque Richelieu France décline toute responsabilité à cet égard.

Le présent document et les informations, contenus, textes et illustrations qui y figurent sont la propriété de Banque Richelieu France et/ou de tiers contractuellement liés à Banque Richelieu France. Il est interdit de copier, publier, diffuser, transmettre ou reproduire, en tout ou en partie, les Informations figurant dans ce document.

Les données de marché sont issues de sources Bloomberg.

AUTEURS



Alexandre Hezez
Group Strategist
Richelieu Gestion



Marie-Hélène Royet
Chief Investment Officer
Banque Richelieu Monaco

EXPERTS

Banque Richelieu France



Eric Birotheau
Directeur de l'Ingénierie
Patrimoniale



Vincent Boisbourdin
Conseiller Advisory



Marie Guibert
Ingénieur Patrimonial



Chloé Lim
Responsable Crédits



Emmanuelle Peraldi
Directeur de l'Offre
et du Marketing Groupe



Nicolas Touvet
Responsable Gestion
Sous Mandat



Olivier Walter
Conseiller Produits Structurés

DIRECTOIRE

Banque Richelieu France



Jean Danckaert
Président du Directoire



Sylvain Fondeur
Membre du Directoire,
Directeur Finances
& Développement Groupe



Jacques-Aymon Lapluye
Membre du Directoire
& Directeur Clientèle Privée
et Gestion Conseillée



Edouard Madinier
Membre du Directoire
& Directeur Clientèle Privée



Banque Richelieu FRANCE

PARIS

1-3-5, rue Paul Cézanne
75008 Paris
+33 (0)1 42 89 00 00
contact.paris@banquerichelieu.com

LYON

Grand Hôtel-Dieu
1, place Pascalon
69002 Lyon
+33 (0)4 72 41 60 00
contact.lyon@banquerichelieu.com



www.banquerichelieufrance.com



L'esprit de conquête

Banque Richelieu France • 1-3-5, rue Paul Cézanne • 75008 Paris • Tél. : +33 (0)1 42 89 00 00 • Fax : +33 (0)1 42 89 62 29

Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 118 700 000 € • 338 318 470 RCS Paris
Banque prestataire de services d'investissement Garantie financière et responsabilité civile professionnelle
conformes aux articles L512-7 et L512-6 du Code des assurances • Intermédiaire en assurance N° ORIAS 08 042 935 (www.orias.fr)

FILIALE DE LA COMPAGNIE FINANCIÈRE RICHELIEU