

## Perspectives d'investissement – Second semestre 2022

### «Maintenir le cap en période troublée»

**NICOLAS BUDRY**

Bonjour et bienvenue dans notre webinaire «Maintenir le cap en période troublée», perspectives d'investissement pour le second semestre 2022. Je suis Nicolas Budry. Je suis directeur de la stratégie pour la gestion conseillée chez HSBC Private Bank France. Aujourd'hui pour notre webinaire, «Maintenir le cap en période troublée», faire le bilan de ce premier semestre, ça a été un premier semestre assez difficile sur les marchés financiers, avec des facteurs de risques, d'incertitudes géopolitiques avec la guerre Russie/Ukraine, la sortie partielle de la crise du COVID-19, qui a entraîné une relance de l'économie très forte et une inflation. Et puis toujours un agenda très important, surtout le domaine de l'écologie, du réchauffement climatique et de la transition énergétique qui devient vraiment un enjeu phare pour les prochaines années. Alors, ce début d'année, il a été très négatif pour la majorité des classes d'actifs. Comme vous pouvez voir sur le graph du milieu, seul l'indice diversifié sur les matières premières réussi à connaître une forte progression. Et, que ce soit les marchés actions ou les marchés obligataires, on a des performances qui historiquement sont très mauvaises pour un premier semestre de cette année. Mais qu'attendre de ce second semestre, dans ce contexte assez volatil, marqué par l'inflation, l'action des banques centrales ? Comme vous voyez sur le graphique de droite, s'il faut remonter à 1979 pour voir un premier semestre aussi difficile pour les actions américaines, l'histoire nous montre que le second semestre peut être beaucoup plus positif, beaucoup plus optimiste. On voit par exemple qu'en 70, ce mauvais début d'année avait été suivi par une forte remontée. Et puis, à contrario, il y a eu d'autres périodes, notamment dans les années 70 où le second semestre a confirmé ce démarrage d'année difficile. La suite de la performance, elle dépendra d'un certain nombre de facteurs économiques, de réponses aux questions que vous vous posez. Est ce qu'on va bientôt atteindre le pic d'inflation ? Quelle sera l'action des banques centrales ? Va-t-on éviter ce qu'on appelle un scénario de stagflation ? Et enfin, comment on positionne son patrimoine ? Quels sont les grands choix de classe d'actifs et d'investissement dans ce contexte très incertain ? Alors aujourd'hui, on va tenter de répondre à ces différentes questions à travers trois parties différentes. Donc dans une première partie, je reviendrai sur nos scénarios économiques pour la seconde partie de l'année. Toutes les analyses de notre équipe CIO, donc vous recevez les documentations régulières de notre CIO Willem Sels. Dans une seconde partie, nous accueillerons Laurent Grisard qui est responsable de la gestion sous-mandat. Laurent nous apporte une expérience très longue et très forte sur les marchés financiers avec une expérience chez Crédit Agricole Indosuez, chez Edmond de Rothschild. Il a rejoint la banque privée en 2007 et il gère avec son équipe plus d'un milliard sur la gestion sous-mandat dans le département, gestion sous-mandat depuis 2020. Dans une troisième partie, Diane Alexane, qui est responsable de la gestion conseillée, présentera les différents arbitrages, les recommandations tactiques qui ont été mises en place dans la gestion conseillée qui ont bien positionné son portefeuille pour ce second semestre. Diane nous apporte aussi une expérience très technique à travers son expérience anglaise chez UBS, chez Société Générale et elle dirige le département gestion conseillée qui représente également plus d'un milliard d'euros pour HSBC France depuis 2020. Pendant toute la présentation, vous pouvez poser des questions grâce à la touche Q&R que l'on peut voir sur Zoom, donc on peut écrire les questions et dans la dernière partie de ce call, on tentera de répondre aux différents points que vous avez soulevés pendant la présentation. Donc n'hésitez pas à écrire

toutes vos questions et interrogations. Si on n'a pas le temps de les adresser dans le cadre de ce call, on reviendra vers vous par email ou directement par téléphone pour répondre à ces questions. Et pour plus d'interrogations, vous pouvez toujours contacter également après ce call, votre conseiller en investissement, votre gérant en gestion sous-mandat ou le relationship manager.

Alors, quel scénario économique pour la seconde partie de l'année ? Ce dont on parle beaucoup dans la presse financière et dans l'actualité, c'est les craintes d'un scénario qu'on appelle de stagflation. Mais alors, qu'est-ce que cette stagflation ? Fait important d'abord à définir. Donc c'est un terme qui conjugue une situation, à la fois une croissance économique négative, une récession, donc deux trimestres consécutifs de croissance négative, et puis une inflation qui reste élevée. C'est une situation qui est un peu paradoxale puisque dans le passé, on a eu des situations où au contraire, quand on avait une inflation élevée, il y avait petit à petit une récession qui permettait finalement d'équilibrer les choses. Et là, on est dans un mécanisme depuis la sortie de la crise Covid et puis de la guerre Russie/Ukraine, où on voit tout à fait sur cette slide un peu ce mécanisme où il y a eu des tensions sur les chaînes d'approvisionnement, un marché du travail en tension, une hausse du cours des matières premières. Donc on arrive à des niveaux d'inflation qui sont assez élevés. Je rappelle pour la zone euro 8.6, ce chiffre qui avait été publié sur un an glissant le mois dernier. Cette inflation élevée crée un renchérissement du coût de la vie pour les consommateurs. Et puis, du côté des banques centrales, elles n'ont pas le choix. Il faut monter les taux. Et tout ça, ça crée une situation où il y a un ralentissement de la croissance. Donc c'est la conjugaison de ce double scénario. Nous, si on est persuadé que l'inflation va rester à des niveaux élevés, on pense par contre qu'au niveau de croissance, on devrait montrer une certaine résilience et que la croissance devrait rester à des niveaux plus faibles que ce qu'on a connu, mais devrait quand même rester à des niveaux positifs. Alors sur l'inflation, ce tableau montre très bien à gauche les contributeurs de l'inflation américaine avec une information importante, c'est que vous voyez sur ce graph ce sont des contributeurs multiples. Donc, contrairement à l'Europe où une grande partie des contributions à l'inflation sont liées au choc énergétique qu'on a connu avec la guerre Russie/Ukraine. Dans le cas des Etats-Unis, on voit notamment les deux barres bleues du bas du half qui ont tendance à s'élargir, qui représentent à la fois le coût des services, le coût des loyers. Et donc il y a beaucoup d'éléments différents qui suscitent cette inflation. Et quelque part, c'est une nouvelle qui peut être un peu inquiétante parce que quand on est un contributeur massif, si celui-ci descend et si, par exemple, le cours des matières premières descendait, on peut imaginer que les autres composants contributeurs de l'inflation continuent et peuvent continuer à accélérer. Donc on a différents facteurs qui contribuent à cette inflation importante et donc on pense que si elle va décélérer, c'est notre scénario pour l'année prochaine, c'est une décélération qui va être très graduelle après un pic qui va être atteint en fin d'année, probablement autour des 9.4 % pour l'inflation américaine. Mais malgré tout, on pense que cette inflation va décélérer grâce notamment au ralentissement de la demande, à l'action des banques centrales et puis au tassement sur le prix des commodities. On a tout à fait vu ces derniers jours, par exemple, les cours du brut baisser avec l'anticipation d'un ralentissement de l'activité. Donc, même si ça va prendre plus de temps, on voit tout à fait que l'inflation va descendre, notamment aux Etats-Unis, d'un niveau de 8.6 % attendu pour cette année à un niveau de 5 % l'année prochaine. Alors comment faire face à cette inflation ? Les banques centrales n'ont pas le choix, elles doivent agir. Et vous vous souvenez que l'objectif de long terme des banques centrales, c'est 2 %, un objectif de 2 % d'inflation sur le long terme. Donc la Réserve fédérale est obligée d'agir. Elle a déjà pris trois décisions depuis le début de l'année pour resserrer sa politique monétaire et il y a une décision qui doit intervenir dans quelques jours pour le mois de juillet où on anticipe 75 points de base de hausse encore pour la politique monétaire américaine. On a publié les minutes du comité de politique monétaire fédérale hier soir, qui a bien confirmé qu'une hausse entre 50 et 75 points de base était envisagée pour le mois de juillet. Alors, qu'est-ce que ça veut dire ? Ça veut dire que d'ici la fin 2022, les taux américains seront situés dans une fourchette 3.5, 3.75. Et pour l'Europe, notre anticipation est d'avoir des taux eux aussi qui

reviennent en territoire positif. On est à -0.50 actuellement. On pense qu'il va y avoir une première décision de 25 points de base au mois de juillet, une décision de 50 points de base probablement au mois de septembre, donc des politiques monétaires en action. Mais traditionnellement, quand la banque centrale remonte ses taux, évidemment ça a un impact sur la croissance. Et quelque part, si on reprend l'expérience des années 70 et 80, on n'est pas sorti de période d'inflation élevée sans un ralentissement de la croissance. Mais nous, notre analyse avec l'équipe CIO, c'est de penser que ce ralentissement de la croissance va malgré tout conserver des chiffres positifs. Vous voyez pour cette année aux Etats-Unis on a une croissance qui a ralenti à 2.3 et pour l'année prochaine à 1.4. On a revu ces estimations très récemment en étant un peu plus prudents. Mais même avec cette réduction, on pense toujours qu'on va avoir des chiffres positifs, malgré le contexte de hausse des taux et les incertitudes géopolitiques. Pour l'Europe, la situation est plus contrastée. L'Europe au sens large puisque vous voyez que eurozone, on est juste à 1.5 très légèrement au-dessus des Etats-Unis. Mais si on doit élargir, le Royaume-Uni, qui connaît une inflation qui est supérieure à 10 % dernièrement, lui, devrait connaître un rythme de croissance encore plus bas à 0.5. Donc cette action des banques centrales, elle est nécessaire, on doit en passer par là. Mais elle va avoir un impact sur la croissance. Alors pourquoi l'impact ne va pas être si difficile que ça ? On sort quand même de la période post-Covid. On voit qu'un certain nombre de ménages ont réussi à constituer une épargne excédentaire qui va leur permettre comme-ça de faire face à cette hausse du coût de la vie. Et ce qu'on voit également sur le consommateur américain, graph de droite, c'est des chiffres de consommation qui, même s'ils semblent s'atténuer, sont quand-même à des niveaux assez satisfaisants. Donc il y a des facteurs qui devraient permettre à l'économie de se stabiliser malgré ce contexte de hausse de taux. Et on le voit tout-à-fait dans les indicateurs avancés qui ont été publiés récemment, par exemple l'ISM américain. Celui-ci montre une décélération mais il est encore dans un mode d'expansion. Un autre facteur important qui fait que malgré tout, on pense qu'on va éviter ce scénario de stagflation, c'est la déconnexion entre toutes les économies internationales dans le contexte actuel que l'on connaît. Au moment de la crise Covid, il y a une unité où toutes les économies ont ralenti en même temps. Dans le cycle économique qu'on connaît, c'est un cycle économique qui est assez différencié. On voit certains pays qui au contraire sont en train de retrouver une dynamique de croissance et d'autres qui sont dans une période de ralentissement plus marquée, ce que montre le graphe de gauche, notamment du côté de la zone euro. Et sur les pays qui connaissent en tout cas les prémices d'un rebond de l'activité, il y a notamment la Chine, dont on a beaucoup parlé ces derniers mois, puisque l'ensemble des nouvelles publiées sur la Chine ont été très complexes. Il y a eu beaucoup de nouvelles réglementations, il y a eu la crise Covid, la crise immobilière avec le groupe Evergrande et puis l'impact que ça a eu sur le marché immobilier. On a le sentiment qu'on est enfin en train de sortir de l'ornière sur les marchés chinois. Et l'impact du variant Omicron qui avait créé tous ces conflits commencent à s'atténuer. C'est ce que montre le graphique de droite. Vous voyez, cette part noire est rouge qui recommence à montrer une accélération pour le moment très légère, très timide de l'économie, mais qui devrait petit à petit montrer une amélioration. Il y avait également un chiffre assez encourageant qui a été publié ce matin sur le secteur des ventes des semi-conducteurs. Et il y a beaucoup de marchés, par exemple Taïwan, qui sont investis sur ce thème, qui là aussi ont montré des résultats assez encourageants. Un autre facteur qui nous fait avoir un scénario un peu plus médian, un peu plus équilibré, c'est que malgré cette chute des actifs à risque au premier semestre, ce qu'on voit encore quand on évoque tous ces points avec nos économistes, nos analystes de HSBC Research, on voit que les fondamentaux d'entreprise restent résilients. Ils restent positifs. Par exemple, la bonne tenue des marges d'entreprises jusqu'en 2023. On voit que là, les entreprises continuent à être bénéficiaires. Les résultats attendus pour le S&P 500, qui est un bon indicateur pour voir ce qui arrive à l'économie. Si on doit prendre l'analogie avec la période de 2020, graphique du milieu, vous voyez qu'il y avait eu un coup d'arrêt. Tout de suite la crise Covid avait fait que les analystes avaient revu leurs anticipations à la baisse. Pour 2022/2023, dans la période actuelle, c'est pas du tout le cas et au contraire on

continue à voir cette anticipation de hausse graduelle des résultats d'entreprises aux Etats-Unis. Une anticipation aux alentours de 10 % probablement cette année. Et ce qui est intéressant, c'est qu'on voit même cette déconnexion, cette divergence assez inhabituelle entre les marchés actions et les anticipations de résultat du S&P 500, graphique de droite. Où la ligne rouge représente la performance de l'indice large américain S&P 500, qui lui, décline fortement depuis le début de l'année, aux alentours de 20 %. Et puis par contre, ce qu'on appelle «blended forward EPS», donc les bénéfices par action attendus sur les entreprises du S&P 500, continuent à montrer une certaine progression. Donc les marchés ont peut-être été un peu en avance. Et peut-être ont exagéré le mouvement à attendre économique. Alors, où est-ce que ça nous met en termes de valorisation des grands marchés actions ? On voit qu'il y a certaines situations, où même ces les valorisations sont à des niveaux historiquement très bas. Si on prend certaines régions comme le Japon ou l'Europe développée, on est à des multiples qui sont assez attractifs. Donc, même s'il est trop tôt pour revenir sur ces marchés on ne va pas seulement regarder la question des valorisations. Ce signal nous donne quand même une indication intéressante en disant qu'une bonne partie des mauvaises nouvelles sont déjà dans les cours. Et puis à droite, vous voyez la valorisation de différents secteurs et de ce côté-là, que ce soit sur le thème qu'on appelle «value», ou alors les valeurs d'énergie et de matières premières, il y a des valorisations qui sont attractives et si on n'a plus d'intérêt pour ces deux derniers secteurs, par contre, sur les valeurs financières qui peuvent s'échanger à des multiples bas, on a toujours un certain signal de prudence. Donc nos perspectives, si je dois résumer un peu notre panorama et nos anticipations. Un environnement économique qui va être plus difficile avec une remontée des taux aux Etats-Unis et en Europe, une croissance qui ralentit, mais des marchés actions et des actifs à risque qui ont déjà intégré un certain nombre de ces mauvaises nouvelles. Un scénario du pire qui devrait être évité et qui impose finalement une certaine patience et une certaine résilience dans nos portefeuilles. Tout d'abord, une forte différenciation géographique. On aime toujours bien les Etats-Unis, et puis certains marchés particuliers comme Hong-Kong ou l'Asie du Sud-Est. Gérer le caractère cyclique des portefeuilles. On devrait quand même avoir encore beaucoup de volatilité au cours du second semestre, parce qu'on est en période de hausse des taux de ralentissement économique et en ce qui concerne les valeurs cycliques contre-défensives dans nos portefeuilles modèles créés avec Willem Sels équipe advisory, on a une allocation moins portée sur les valeurs cycliques que sur les valeurs défensives. Et puis enfin un positionnement bien adapté aux défis actuels. Attention aux valeurs industrielles compte tenu des perturbations sur la chaîne d'approvisionnement. Et puis, à l'opposé, pour «Edger» le portefeuille par rapport au risque de stagflation. J'ai dit que ce risque, on ne pensait pas qu'il allait se matérialiser. Mais il existe avec un pourcentage relativement limité sur le marché. On peut rajouter différentes allocations dans le portefeuille qui permettent de se protéger de l'inflation, notamment les matières premières. Alors ça fait partie du type de mouvements qu'on a pu réaliser dans les portefeuilles de la gestion sous-mandat. Et donc, je laisse la parole à Laurent Grisard qui va vous présenter les grands choix de la gestion sous-mandat de HSBC Private Bank.

## LAURENT GRISARD

Oui, merci Nicolas. Donc effectivement, face à ces bouleversements de marché, nous avons fait plusieurs choses. Si on regarde le slide suivant, on va étudier ça classe d'actifs par classe d'actifs. Donc sur les actions déjà, nous étions surpondérés dans la plupart des mandats sur les actions européennes au début de l'année. Nous avons vu que l'inflation était un sujet important pour les Etats-Unis et les témoins en Europe, puisqu'il n'y avait pas ce phénomène de surchauffe de l'économie que Nicolas a décrit avec tous les moteurs en quelque sorte de l'inflation qui étaient allumés. Et nous avons coupé cette surpondération dès l'annonce de l'invasion de l'Ukraine par l'Union soviétique, donc, le 24 février. Premier mouvement d'allègement et mouvement d'allègement que nous avons amplifié ensuite troisième semaine de mars, puisqu'il y a eu un rebond finalement assez rapide, assez fort dans le courant du mois de mars et qu'on avait retrouvé à la troisième semaine de mars des niveaux d'indices supérieurs à ceux du 24 février, particulièrement aux Etats-Unis. C'est la courbe en bleu

sur les S&P 500 où vous voyez qu'on avait eu un rebond très fort et donc nous avons profité de ce rebond qui nous semblait, enfin... excessif. On ne voyait pas les motivations réelles de ce rebond dans la mesure où les incertitudes restaient entières, tant sur le plan géopolitique que sur le plan économique, pour opérer un nouveau mouvement d'allègement dans nos portefeuilles d'actions. Et donc aujourd'hui, on est sous-pondérés dans l'intégralité de nos mandats actions. Enfin, dans l'intégralité de nos mandats, on est sous-pondérés sur les actions et on va maintenir cette sous-pondération pour le trimestre qui commence comme l'a justifié Nicolas à l'instant. Si on passe maintenant aux obligations, il y a aussi des choses à faire sur la caisse d'actifs obligataires. Alors il y a des choses à faire maintenant, notamment sur les obligations à haut rendement, parce que on a des primes de risque qui se sont reconstituées de manière très significative. Et donc on considère désormais que sur le haut rendement, il y a des choses intéressantes où le risque est bien rémunéré. Mais de manière plus générale, on a une classe d'obligations. Ce sont les obligations chinoises sur lesquelles, contrairement à toutes les autres zones, on est cette année sur des réductions de taux, des baisses de taux, ce qui bénéficie donc ce qui profite aux positions obligataires chinoises. Et donc là, je vous ai mis trois maturités de taux chinois depuis le début de l'année. Donc on voit que le taux monétaire est en baisse et les taux courts, donc les de bleu et rose sont stables depuis le début de l'année et donc on a augmenté dans nos mandats diversifiés notre exposition aux obligations chinoises au tout début de l'année et c'est un mouvement qui a été lui aussi gagnant. Si on passe maintenant aux espèces, aux devises. On a reconstitué comme on est sous-pondérés sur les actions, je l'ai mentionné. On est sous-pondéré également sur les obligations parce que on est quand même dans un contexte général plutôt haussier sur les taux. On a du coup un montant d'espèces assez significatif dans les mandats et donc la décision qui a été prise, c'est de convertir une partie significative de ces liquidités sur le dollar. Et cela pour deux raisons. D'une part, parce qu'on veut continuer à bénéficier de l'appréciation de la devise. Vous voyez, je vous ai mis en bas le petit tableau des anticipations de HSBC sur la parité de change euro/dollar où vous voyez que nous tablons sur une poursuite du renforcement du billet vert avec un objectif de parité à la fin de l'année et même de 0.98 au deuxième trimestre de l'année prochaine. Et puis en plus, on a des taux monétaires dollar qui ne font qu'augmenter du fait de la politique de la Fed, de resserrement de sa politique monétaire et donc du coup, on bénéficie d'une rémunération de plus en plus attractive sur ces liquidités en dollar. Notre conviction sur le billet vert et la poursuite de son renforcement s'appuient en particulier sur le différentiel des taux courts. C'est ce que j'ai voulu donc illustrer avec le graph qui sur cette slide où vous avez la courbe bleue qui est donc le taux à trois mois euro qui progresse certes, mais tout à fait modérément, alors que la courbe rouge, donc les taux à trois mois LIBOR dollar, eux progressent très significativement et vont continuer à progresser puisque c'est l'augmentation des taux courts. C'est le moyen d'action principal de la Réserve fédérale pour freiner l'économie et donc calmer l'inflation américaine, comme l'a décrit Nicolas plus tôt. Et puis alors, une autre classe d'actifs, c'est la classe d'actifs, donc alternative, qui est de plus en plus représentée dans nos mandats. Parce qu'on avait anticipé en quelque sorte le fait que on allait rentrer dans une phase plus compliquée pour les taux, donc moins porteuse pour les obligations, pour les actifs obligataires. Et donc on a incité beaucoup de nos clients à passer sur des mandats avec alternatifs et avec cette poche alternative qui venait empiéter principalement sur la classe d'actifs obligataires et qui avait pour mandat de fournir donc une performance décorrélée des marchés. Une performance faible mais positive quel que soit le contexte de marché. Et on voit que pour ce qui est de la partie hedge funds justement, les fonds qui visent à fournir une performance en valeur absolue positive, quel que soit ce contexte de marché. Ils ont plutôt rempli leur rôle depuis le début de l'année puisqu'au total l'univers hedge fund est légèrement négatif. C'est la courbe en bleu que vous voyez sur le graph, donc beaucoup moins négative évidemment que des portefeuilles qui seraient 60 % actions, 40 % obligations qui eux, donc sont illustrés par la courbe en rouge. Et c'est encore plus vrai dans nos portefeuilles, dans nos mandats puisque notre poche hedge fund est à l'équilibre depuis le début de l'année et donc surperforme l'univers hedge fund au global.

Et puis alors l'autre position très importante qu'on a dans nos classes dans les actifs alternatifs, c'est le slide suivant. Ce sont les matières premières qui, elles aussi, ont fourni une performance complètement décorrélée de celles des marchés financiers des autres classes d'actifs depuis le début de l'année, puisque c'est justement notamment la hausse, la progression de ces matières premières qui cause les difficultés on va dire, des autres secteurs qui se reflètent donc dans les baisses des marchés actions notamment. Ici, on a illustré deux choses la courbe en bleu, c'est le pétrole brut. Donc on voit sa forte progression depuis le début de l'année de plus de 50% et une correction importante en revanche, sur le mois de juin qui se poursuit ces derniers jours. Et puis la courbe rose donc, c'est là c'est un indice diversifié de matières premières dans lequel on va trouver les matières premières énergétiques, les matières premières agricoles, les métaux de base, les métaux précieux. Et qui, elle aussi, a connu une très forte progression depuis le début de l'année et une correction au mois de juin. Et donc ces positions sur les matières premières ont fourni une protection significative dans nos mandats depuis le début de l'année, puisqu'ils bénéficient donc de ces chiffres de protection et de pardon... de ces performances assez spectaculaires. Et pour ce qui est de la baisse du mois de juin, nous l'avions anticipée dans les mandats euro MS. Et c'est vrai qu'on avait réduit au tout début du mois de juin de manière assez significative notre exposition aux matières premières, car nous avons correctement anticipé le fait que les révisions à la baisse des chiffres de croissance économique viendraient pénaliser en quelque sorte cette forte progression des matières premières. Je vais maintenant passer la parole à Diane qui va vous parler de ce que nous recommandons dans le cadre de la gestion conseillée.

## DIANE ALEXANE

Bonjour à tous. Donc, au sein de la gestion conseillée, nous intervenons essentiellement sur des thématiques d'investissement qui viennent compléter un portefeuille core diversifié avec des convictions à court et moyen terme. Dans un premier temps, sur cette slide, vous pouvez avoir un aperçu de notre positionnement, que ce soit sur les actions ou les obligations. Nous favorisons donc la qualité des entreprises sur lesquelles nous investissons donc sur des secteurs plutôt défensifs et en équilibrant les styles value et croissance sur les actions et en préférant toujours des maturités moyennes ou courtes sur les obligations. Par ailleurs, nous préconisons, compte tenu des marchés volatils qui devraient persister, de renforcer les poches alternatives, notamment la partie hedge fund. Au cours de la présentation, donc, je vais mettre l'accent sur le marché actions et les opportunités que l'on voit donc dans les prochains mois malgré ces marchés agités, ainsi que les poches de diversification comme les produits structurés et les hedge funds. Donc, au sein de la partie actions, il y a trois thématiques que je souhaite évoquer aujourd'hui. La première, c'est le thème de la qualité. C'est une stratégie qui repose sur des entreprises qui sont solides, avec un endettement raisonnable et aux résultats réguliers et relativement prédictibles, qui profitent également d'une position dominante dans leur domaine d'activité, soit par des marques reconnues ayant des brevets ou un savoir-faire spécifique accentuant le positionnement de qualité. Compte tenu de l'inflation actuelle qu'a évoqué Nicolas un peu plus tôt, c'est un thème qui est bien adapté à la hausse des coûts de production qui sont subis par les entreprises, puisque l'objectif est de se positionner sur des leaders dans leur secteur, qui disposent donc d'un pricing power qui est conséquent, qui leur permet en fait de répercuter la hausse des coûts que ce soit les coûts de matières premières, les coûts de l'emploi sur le consommateur et donc ainsi de maintenir leur marge. C'est une thématique qui répond stratégiquement aux attentes actuelles des consommateurs dans un contexte sanitaire qui est encore un peu incertain. L'intérêt grandissant du consommateur pour les produits de bien être, de divertissement ainsi que l'émergence d'une classe moyenne en Asie et notamment en Chine. Cela favorise la demande pour les valeurs du luxe, qui est un des secteurs qui est évidemment sur-représentés dans l'allocation des solutions qui permettent d'implémenter cette stratégie. Ces solutions, elles offrent également une diversité géographique et sectorielle sur des valeurs Large Cap Défensive qui sont moins enclines à la cyclicalité économique. Donc, comme vous pouvez le voir sur le graphique de cette slide, avec les

baisses des marchés depuis le début de l'année, il n'y a plus vraiment un premium important à payer pour acquérir ces entreprises de qualité comme cela pouvait être le cas ces dernières années. Et donc nous y voyons un potentiel de points d'entrée. La seconde thématique que je souhaite aborder, c'est celle des actions à haut dividendes. Donc c'est un thème qui correspond bien aux vues de notre CIO qui ont été développés par Nicolas plutôt. Avec une recherche de revenus par le biais des dividendes des actions qui sont souvent moins volatiles que les indices de marché agrégés et avec un biais en faveur du style de gestion «value» qui consiste donc à sélectionner les actions qui sont décotées par rapport à la valeur intrinsèque de l'entreprise. Donc nous voyons sur le graphique de gauche qu'historiquement les actions à haut dividendes américaines ont surperformé le SNP lors des périodes de forte inflation. Donc aujourd'hui nous sommes au niveau de la barre rouge avec une inflation aux Etats-Unis qui est supérieure à 7 % et dans ce cas, la surperformance est de l'ordre de 5 % pour les actions à haut dividendes. Il faut voir, il faut savoir que Nicolas... on avait parlé que les actions à haut dividendes étaient parmi les actifs qui avaient été le plus performants durant la période de stagflation des années 1970. Donc, la sélection de titres à dividendes élevés et durables nous permet d'atteindre plusieurs objectifs. Le premier, donc être investi sur des sociétés de qualité qui ont comme souci la rémunération de l'actionnaire. Ce qui fait écho à la thématique que j'ai évoqué plus tôt. La capacité d'augmenter le dividende régulièrement démontre une forte résilience aux conditions de marché. Le deuxième aspect, c'est avoir un côté défensif, donc les sociétés à haut dividendes elles ont souvent un business model qui est bien établi et qui présente une volatilité moindre que celle du marché. Une orientation vers des sociétés plus pérennes, avec des secteurs moins spéculatifs que d'autres segments du marché, avec souvent ce biais value. Et on retrouvera notamment moins d'entreprises, par exemple du secteur technologique et plus d'entreprises, du secteur financier, de l'énergie ou des matières premières. Et le troisième aspect, évidemment de cette thématique, c'est d'obtenir un revenu qui est régulier. C'est vrai que la hausse des taux va exercer une pression sur les entreprises pour maintenir des dividendes compétitifs. Les niveaux de liquidité détenus par les entreprises leur permettent d'augmenter les versements aux actionnaires. Et c'est vrai qu'on avait vu qu'après la crise Covid, beaucoup d'entreprises cotées ont retrouvé des situations profitables, ce qui leur permet donc d'améliorer leur politique de distribution. C'est une thématique qui peut être implémentée de plusieurs façons dans les portefeuilles. Soit en gestion passive avec un tracker ou un fonds indicel. En gestion active en utilisant des managers, des gérants qui se spécialisent sur cette thématique ou également via des actions en direct. Le dernier thème que je souhaitais aborder, c'est le thème des infrastructures listées. Et pourquoi dans le contexte actuel, nous pensons qu'il est intéressant de se positionner sur l'infrastructure ? Le premier, c'est afin de s'assurer une protection contre l'inflation, donc les revenus des entreprises de ce secteur il est souvent lié et positivement corrélé à l'inflation avec des clauses d'ajustement à l'inflation dans les contrats qui sont négociés. Pour bénéficier également d'une bonne visibilité sur les cash flow puisque les revenus de ces sociétés sont souvent liés à des réglementations, à des contrats publics de long terme qui sont résilients et assez faciles à anticiper et qui sont assez indépendants du cycle économique. Le taux de distribution est également relativement élevé et on retrouve l'allocation aux thèmes haut rendement que je décrivais un peu plus tôt. On voit aussi également une moindre corrélation aux marchés actions classiques. Donc les sociétés, elles ont un biais plutôt défensif, souvent sur le secteur des utilities et donc d'autres secteurs, qui sont moins volatils. C'est ce que nous montre le graphique que vous voyez sur cette page où l'on voit que dans les marchés haussiers, la thématique capture 66 % de la hausse du marché mais uniquement 42 % de la baisse. Lorsque le MSCI all Country qui est représenté là est négatif. Ça permet également de participer à la croissance de long terme et également à la transition énergétique qui est un thème qui est très important aujourd'hui. Les infrastructures cotées, elles correspondent en fait à des thèmes séculaires de croissance, avec des dépenses massives en infrastructures dans le monde entier, notamment avec les plans d'investissement et de relance post-Covid, également liés aux problématiques de développement, de croissance démographique,

d'énergies renouvelables évidemment d'électrification et de communication, notamment avec la 5G. Nous implémentant cette stratégie via un fonds qui se spécialise donc sur les actions cotées et qui investit dans un certain nombre de secteurs d'infrastructures tels que les services publics de gaz, d'électricité et d'eau, les routes à péage, les aéroports, les chemins de fer et les communications. Je vous invite à contacter vos conseillers en investissement pour approfondir ces thématiques dans le contexte de vos portefeuilles personnalisés. Comme vous l'aurez compris au cours de cette présentation, le maître mot reste tout de même la diversification dans cette période qui est encore incertaine. Et les produits structurés sont une des classes d'actifs dont les rendements vont notamment bénéficier de la remontée des taux et de la volatilité que l'on voit donc sur le graphique du VIX sur cette slide où nous sommes, comme vous le voyez, revenus quand même sur des niveaux qui sont bien supérieurs à ceux des années précédentes. Si on laisse évidemment de côté le pic de volatilité qu'on avait eu pendant la crise Covid. Plusieurs avantages avec les produits structurés, le premier, compte tenu des [inaudible], le point d'entrée sur le marché il est moins important que sur d'autres classes d'actifs, notamment sur potentiellement les actions en direct, ce qui permet, lorsqu'on a des liquidités, de pouvoir investir, de ne pas attendre un point d'entrée qui se présentera peut être jamais, ou le point bas qu'on aurait du mal à identifier. Le second, enfin, le second point important avec cette classe d'actifs ça concerne évidemment les mécanismes de protection qui permettent donc notamment la protection du capital à l'échéance avec les barrières de protection en capital. Également, une probabilité importante de toucher le rendement connu d'avance sur des produits de structure Phenix avec un effet mémoire et une probabilité de rappel avant l'échéance qui est importante, avec des barrières qui sont souvent dégressives et qui permettent d'être investies sur des maturités souvent plus courtes, souvent à 2/3 ans, qui permettent, si les taux continuaient de progresser, de réinvestir sur des niveaux de coupons potentiellement plus élevés au moment des remboursements. A titre d'exemple, avec la remontée actuelle des taux et la volatilité qu'on connaît depuis le début de l'année un Phenix sur un indice à cinq ans avec une barrière de protection du capital à 60 % par exemple, une baisse de 40 % des niveaux actuels. Sachant que depuis le début de l'année, on est déjà sur un niveau de baisse de 20 % des marchés, ça permet d'obtenir des coupons de l'ordre de 5 % annuels. C'est un niveau de rendement qui se rapproche quand même des niveaux d'inflation qui, par exemple, comparé au 1 % du fond général, sont relativement attractifs. La dernière classe d'actifs qui est importante dans ce contexte de diversification, c'est la classe d'actifs hedge funds que Laurent a également évoqué. C'est vrai que dans ce dans contexte actuel, c'est les stratégies hedge funds qui sont décorrélés des marchés actions et obligataires traditionnels comme les Multi-Stratégies et les Market Neutres sur lesquels nous nous positionnons. Donc on l'avait vu avec Laurent, les bénéfiques en termes de risque et de rendement. Je vous disais, ce type de stratégie dans un portefeuille diversifié. On le voit de nouveau sur le graph de gauche où en effet, historiquement, on voit que pour un certain niveau de risque, un portefeuille qui inclut 20 % du hedge fund à un niveau de performance qui est supérieur à un portefeuille qui ne serait uniquement composé que d'actions et d'obligations. Sur le graphique de droite nous voyons que depuis le début de l'année, les performances de la majorité des stratégies hedge funds sont positives, ce qui confirme le rôle d'amortisseur au sein des portefeuilles. De la même façon, je vous laisse vous rapprocher des personnes de mon équipe pour voir comment ces stratégies pourraient être intégrées dans vos portefeuilles. J'ouvre maintenant la session aux questions/réponses.

**NICOLAS BUDRY**

Merci Diane et merci Laurent pour ces éclaircissements et puis pour ce résumé des différents choix et recommandations de la gestion sous-mandat, gestion conseillée. Alors sur les questions vous pouvez les poser sur le logiciel avec la touche Q&R. On en a déjà quelques-unes, donc je vais commencer à les adresser. Alors peut-être une question sur les devises dont Laurent a déjà parlé, mais il peut peut-être compléter, qui vis-à-vis de l'évolution de l'euro et du dollar. J'imagine un peu la question sous-jacente si on a vu quand même 1 \$ progresser

de manière très significative depuis les 1.22 1.23 jusqu'à 1.059, 1.080 au cours des dernières 48 h. Quelle est la politique de la gestion sous-mandat sur les devises et la diversification internationale et quelle est votre objectif sur l'euro/dollar ?

**LAURENT GRISARD**

Donc l'objectif, je l'ai mentionné tout à l'heure, HSBC voit une poursuite du renforcement du dollar, notamment contre euro, avec comme objectif la parité. On y est quasiment, à la fin de l'année et puis un peu en deçà de la parité, à 0.98 dollar par euro pour le début de l'année prochaine. Voilà, ce qui motive encore une fois cette attractivité du dollar, c'est en particulier l'importance des taux courts en dollars, qui incitent donc les gens à faire du change pour aller placer leurs liquidités en dollar. Et c'est d'ailleurs ce que nous faisons dans les mandats euro MS.

**NICOLAS BUDRY**

Très bien, merci Laurent. Peut-être une question sur les choix sectoriels et d'actifs pour Diane. Quels actifs peuvent protéger les portefeuilles ? On en a un peu parlé en période d'inflation et notamment est-ce qu'on a une vue spécifique sur l'énergie, les matières premières ? Est-ce trop tard pour investir ou est-il encore temps ?

**DIANE ALEXANE**

C'est vrai que, comme je le mentionnais, c'est vrai que les thématiques pour battre l'inflation sont notamment les termes de qualité, puisqu'il y a quand même certaines entreprises qui sont en mesure de répercuter ces hausses de coûts liées à l'inflation sur le consommateur et donc de maintenir leur marge. Et donc le but c'est vraiment de rester investi sur ces leaders, les actions hauts dividendes et qui sont évidemment très corrélées à ces secteurs de l'énergie. Et donc c'est une façon d'être à la fois, positionné sur les secteurs dans lesquels, sur les prochains mois on voit des potentiels de résistance un peu plus importants que peut-être d'autres secteurs et notamment de, pour l'investisseur de recevoir un dividende qui viendrait donc combattre un peu cet impact de l'inflation. Et sur le thème infrastructure dont je parlais également c'est vrai que c'est également une thématique sur laquelle le rendement est assez élevé, qui peut traverser des cycles économiques un peu compliqués, comme peut-être ce qu'on va avoir, et notamment avec des contrats qui sont négociés par les entreprises, qui sont indexés eux-mêmes sur l'inflation. Donc c'est vraiment via ces thématiques-là qu'il y a une bonne protection. Et comme je le mentionnais également sur la partie produit structurée, avec des rendements qui se rapprochent de ceux de l'inflation, on a une bonne protection.

**NICOLAS BUDRY**

Merci Diane. Alors une question peut-être un peu plus économique sur la première partie. Quels éléments nous laissent penser que l'inflation va vraiment décélérer puisque je pense que beaucoup d'économistes anticipaient une inflation qui, après l'accélération à attendre de la crise Covid, allait très rapidement revenir à des niveaux historiques plus bas. Et ça n'a pas été le cas. On a même vu après avoir quasiment atteint un pic il y a deux mois aux Etats-Unis, on a vu l'inflation repartir légèrement à la hausse. Nous, on pense que le pic aura lieu en fin d'année et que dans les facteurs de décélération, il y en a un certain nombre. Déjà au niveau de l'énergie, même si en Europe, les questions d'approvisionnement en gaz naturel fait que dans l'actualité on a cette hausse d'énergies qui reste très aigüe. Aux Etats-Unis, on voit que les gazoline prices, les prix du pétrole à la pompe au contraire, ont décliné de l'ordre de 15 % à 20 % depuis un certain nombre de semaines. Et c'est même un des facteurs qui a été cité par certains membres de la FED pour montrer en tout cas qu'il y avait quelques facteurs en termes d'inflation qui allaient dans le bon sens. Il y a également on a pu voir, vous vous souvenez des problèmes de la chaîne d'approvisionnement qui étaient liés au confinement, notamment en Asie. On voit les choses qui commencent à se régler et au contraire, on voit des coûts du fret qui petit à petit baissent au cours des dernières semaines. Donc, ces effets un peu exceptionnels sont appelés à s'atténuer. Notamment sur l'énergie il y a des effets qu'on appelle de base qui est que, compte tenu des cours très bas qui avaient été atteints par les cours de l'énergie en mars 2020 et dans la période du Covid, quand on se replaçait sur un an glissant, un an après, forcément,

il y avait une très forte accélération. Maintenant mois après mois, tant qu'on a les cours de l'énergie qui se stabilisent au niveau actuel ou qui baissent un peu, petit à petit, on va commencer à avoir un effet de décrue. Il y a eu une note publiée par HSBC très intéressante en début de semaine, qui envisageait même le Brent revenir l'année prochaine aux alentours des 95 \$ le baril, donc une décélération mécanique sur les facteurs un peu exceptionnels qui avaient lancé l'inflation. Et puis, par contre, des éléments d'incertitude sur la question, notamment aux Etats-Unis, des loyers, sur les modérations salariales. Maintenant, un des facteurs, notamment aux Etats-Unis, c'est les demandes de hausses de salaires. Et de ce côté-là, on pense que l'action des banques centrales va être décisive et va amener ce ralentissement économique qui va calmer un peu, tempérer un peu cette hausse du prix pour les entreprises. C'est un exercice qui est très difficile, un exercice que sont en train de réaliser les grands argentiers, les banques centrales, puisqu'il s'agit de réussir un atterrissage en douceur, ralentir l'économie, accompagner la baisse de l'inflation, mais ne pas créer une situation où soudainement il y a un arrêt brutal de la demande. Alors nous, notre conviction c'est qu'on va arriver dans ce scénario médian, mais encore beaucoup d'incertitudes... et puis je pense qu'il faut attendre quand même d'ici la fin de l'année une inflation qui va rester à des niveaux élevés. A noter que pour la France, elle est un peu moins aiguë grâce à des mécanismes, notamment d'aides sur le coût de la pompe et puis d'aide, notamment sur le coût de l'énergie et des utilities. Et de mémoire, l'Insee prévoit une inflation qui devrait être aux alentours des 7 % sur l'ensemble de l'année. Alors une autre question, alors celle-ci peut-être à la fois pour Diane sur les comptes gestion conseillés et puis également Laurent puisqu'il y a une famille de mandats qui est spécialement ESG, qui sont les mandats CMS Développement durable, CMS Sustainable qui est sur l'ESG et les titres liés au développement durable qui ont connu des contreperformances au premier semestre de cette année. Quelles opportunités pour ce thème ? Est-on à un point d'entrée ? Que penser de l'ESG ? on sort peut-être d'une période pour compléter un peu probablement la question sous-jacente. Cette question où on avait vu les titres ESG avoir de très belles performances et puis permettre d'orienter l'épargne dans le bon sens et de faire un effort contre le réchauffement climatique et dans des logiques sociétales et de gouvernance. Cette année, au contraire, beaucoup de ces titres ont connu un peu une contre-performance. Que faire maintenant ? Qui commence ? qui se lance ?

## DIANE ALEXANE

Je vais commencer ? Oui, au sein de la gestion conseillée c'est vrai qu'on intègre évidemment de plus en plus les thématiques sur les sujets environnementaux, notamment sur la transition énergétique, sur les sujets sociaux de gouvernance, au sein des solutions d'investissement qu'on propose à nos clients avec les gérances avec lesquelles on travaille au niveau obligataire et au niveau des actions. On travaille évidemment aussi sur des fonds qui sont article 8, donc qui sont sur les sujets environnementaux et sociaux ou des articles 9 même, qui ont donc plutôt un objectif d'investissement durable sur le long terme. Pour nous, ça reste une thématique très intéressante et on l'a vu notamment avec la guerre en Russie et en Ukraine. Obtenir une indépendance énergétique vis-à-vis des autres pays était importante. Donc, sur le long terme, c'est vraiment une stratégie sur laquelle on a envie d'être investi. Oui, je pense qu'il faut bénéficier de la baisse qu'on a connue depuis le début de l'année pour se positionner de plus en plus et renforcer les positions, sachant qu'on aura en plus évidemment de plus en plus d'opportunités sur ce segment qui vont se développer avec plein de sociétés qui investissent dans le sujet et notamment c'est vrai que sur la partie ESG et la manière dont on l'intègre, il faut savoir et je ne sais pas si vous le savez, mais à partir du 1<sup>er</sup> août, la réglementation MiFID va imposer aux banques de répertorier les préférences ESG de leurs clients. Et nous vous interrogerons via un questionnaire investisseur sur vos préférences ESG, sur le pourcentage d'actifs que vous souhaitez investir sur des investissements respectant les critères ESG, avec pour objectif de progressivement aligner les portefeuilles sur les contraintes ou en tout cas les exigences ESG de chaque client. Donc ce sera des conversations qu'on aura avec chaque client dans les semaines à venir notamment.

**LAURENT GRISARD**

Donc pour compléter ce que disait Diane, effectivement, nous, on reste convaincu que le filtre ESG est intéressant pour les investissements. D'abord parce que c'est aligné avec nos valeurs, ensuite parce qu'il y a des très belles histoires de croissance qui s'écrivent dans dans ces sociétés qui sont acteurs de cette transition écologique et énergétique, qui sont plus soucieuses de l'environnement, qui font attention à la gouvernance, à la diversité, etc. Et puis je pense qu'une autre... La cerise sur le gâteau quand on investissait dans l'ESG, c'était les flux importants qui étaient fléchés vers ces investissements responsables chez les investisseurs institutionnels, du fait des pressions réglementaires, de l'évolution de la réglementation et donc ça, ça va continuer dans les trimestres qui viennent. Et donc je pense qu'on n'est pas particulièrement inquiet en tout cas de la relative sous-performance qu'a connu cette thématique depuis le début de l'année. Et on pense qu'elle a encore un bel avenir devant elle.

**NICOLAS BUDRY**

Merci beaucoup pour ces réponses. Donc on va pouvoir clôturer le call. S'il y a d'autres questions, n'hésitez pas à nous envoyer un email ou à contacter soit votre conseiller en investissement, soit le conseiller en gestion sous-mandat ou le banquier, qui sont les trois interlocuteurs qui peuvent vous répondre sur ces différentes questions financières. Et on vous donne rendez-vous à la rentrée pour un autre webinar où on parlera probablement de la Vie. C'est un thème comme j'ai évoqué, qui performe en relatif, mais de manière un peu supérieure à d'autres marchés actions, on a vu notamment la Bourse de Hong Kong, de mémoire qui va être à -8 ou -9 surtout d'être une performance négative mais supérieure à d'autres marchés développés, aux autres marchés développés et à plusieurs marchés émergents. Donc cette différenciation également avec HSBC qui nous permet d'avoir beaucoup de contacts à Hong-Kong et en Chine continentale. Donc on fera probablement un webinar avec des responsables installés à Hong Kong pour vous présenter à la fois la conjoncture et puis les opportunités d'investissement dans cette zone. Voilà, je vous souhaite un bon été et merci beaucoup pour votre contribution. Merci.

**DIANE ALEXANE**

Merci.

**LAURENT GRISARD**

Merci et bonne journée.