

SILEX

CLEAR CUT

IL EST TEMPS DE HODL*

Bienvenue à CLEARCUT, une discussion mensuelle sur la macro & l'allocation

Maxime Alimi, Responsable Macro & Allocation

POINTS CLÉS

- Le contexte macro reste très favorable et l'inflation n'est pas au coin de la rue. Les banques centrales auront le luxe de ne pas avoir à se précipiter vers la sortie.
- SPARK a réduit les actions à neutres après la forte progression des six derniers mois. La tendance haussière n'est pas terminée, mais la barre simplement plus élevée.
- Le bain de sang sur les crypto a peu d'implications pour les marchés financiers. En d'autres termes, il est temps de HODL.

MACRO

Vertige_ Un sentiment de nervosité s'est installé sur les marchés au cours du dernier mois. Les investisseurs ont commencé à éprouver un certain vertige, les valorisations ayant atteint des niveaux élevés, de même que le positionnement. Il semble que les marchés seront moins directionnels dans les mois à venir, ce qui profitera à la gestion active au détriment des ETF. Mais quel est le bon portefeuille à détenir ?

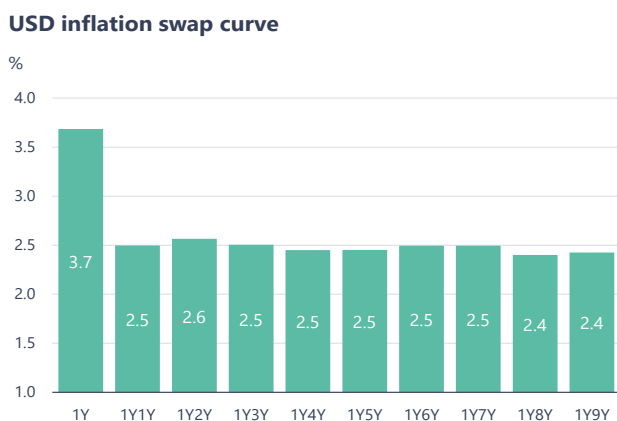
Momentum_ Le point de départ de notre analyse doit être que le contexte macroéconomique est exceptionnellement favorable. Un simple coup d'œil aux indicateurs avancés du cycle tels que les PMI, ISM, Tankan ou Kof indique une croissance économique très élevée. En fait, nous avons plutôt eu tort d'anticiper que les données commenceraient à se retourner en mai, et la dynamique a continué à surprendre à la hausse.

Encore du potentiel_ Le meilleur exemple de cette amélioration est désormais l'Europe. Les enquêtes auprès des entreprises ont continué

* Pas encore familier(e) du jargon crypto ? [Par ici](#).

de progresser tout en restant nettement en dessous de leurs points hauts de 2017. L'indice ifo allemand pourrait facilement continuer à s'améliorer ces trois prochains mois, soutenant le sentiment. Par ailleurs, le taux d'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier repasse à peine au-dessus de sa moyenne de long terme. Un cercle vertueux pourrait se mettre en place, la hausse de la demande entraînant de nouveaux investissements et, partant, une augmentation de la production. Des effets de second tour similaires devraient se matérialiser sur le marché du travail. Le taux de chômage en zone euro est aujourd'hui à 8,1%, un point au-dessus de mars 2020. La dynamique actuelle devrait ramener le taux de chômage bien en dessous de 7%, soit son plus bas depuis plus de 30 ans.

Figure 1 : L'inflation ne va nulle part

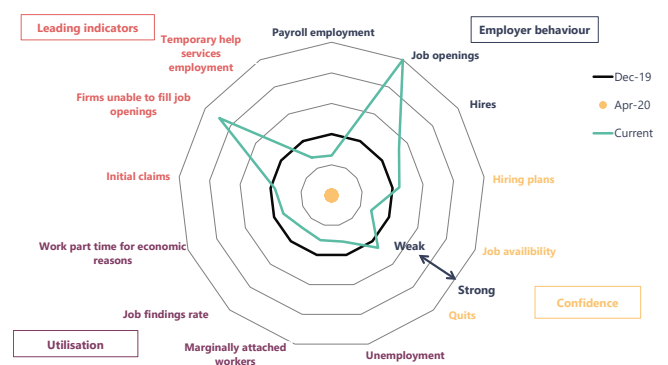


Source : Bloomberg, SILEX – mai 2021

Inflation des inquiétudes Comme d'habitude, le débat est similaire mais plus mûr aux États-Unis. Alors que les questions liées à la surchauffe de l'économie dominent depuis février, le dernier chiffre d'inflation a constitué un véritable choc. La hausse a atteint 4,2% en avril, soit l'accélération la plus rapide depuis 2008 et la flambée du pétrole. Si l'on exclut l'énergie, l'inflation a augmenté à 3,0%, le plus haut niveau depuis 1996. Il convient de nuancer ces chiffres à plusieurs égards. Premièrement, les effets de base ont joué un rôle important : avril 2020 a été un mois où les prix ont été erratiques en raison des confinements. Deuxièmement, plusieurs composants du panier d'inflation ont été impactés par des goulets d'étranglement liés à la pandémie (voitures d'occasion notamment).

L'histoire d'une année La plupart des facteurs de la récente flambée d'inflation sont donc probablement transitoires, et les économistes vous diraient que l'inflation à moyen terme est surtout déterminée par les salaires. Ce qui est intéressant, c'est précisément que les marchés sont loin d'anticiper une inflation violente (Figure 1). Une analyse des swaps d'inflation montre qu'au-delà des 12 prochains mois, les attentes sont à peine revenues à la moyenne de long terme de 2,5%. Est-ce trop complaisant ? Nous ne le pensons pas et la clé réside effectivement dans le marché du travail.

Figure 2 : Le marché du travail loin d'être en surchauffe



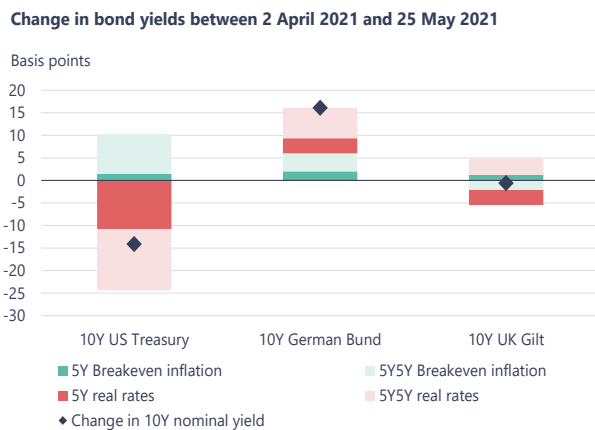
Source : BEA, BLS, SILEX – mai 2021

Trop de boulot ? L'argument en faveur d'une inflation structurellement plus élevée est que les États-Unis auraient atteint la contrainte sur l'offre de main-d'œuvre. Cela signifierait qu'il y a tout simplement trop d'emplois disponibles pour trop peu de travailleurs et que ce déséquilibre générerait une inflation des salaires. Il est peut-être vrai qu'une minorité de travailleurs a encore trop peur du Covid pour prendre le risque de reprendre le travail. Il se peut aussi que des allocations chômage plus généreuses freinent la recherche d'emploi. Mais les données sont sans ambiguïté : sur la plupart des métriques, le taux d'utilisation de la main-d'œuvre est bien inférieur à ce qu'il était fin 2019 (Figure 2).

Mesurer les salaires Un argument supplémentaire concernant la montée supposée de l'inflation est précisément que les salaires ont accéléré ces derniers temps. Il est vrai que la rémunération hebdomadaire moyenne a augmenté de 5% au premier trimestre. Mais ces données souffrent d'un défaut majeur : elles ne tiennent pas compte des effets de composition et du fait que les

emplois bien rémunérés ont rebondi plus rapidement que les emplois peu rémunérés. De meilleures mesures, comme l'indice du coût de l'emploi, ne signalent aucun changement significatif, les salaires ayant progressé de 3% au 1er trimestre, un rythme stable depuis 2018.

Figure 3 : Rotation de l'inflation vers les taux réels



Source : Bloomberg, SILEX - mai 2021

Raisonnement irresponsable_ Cette controverse exerce une pression inhabituelle sur la Fed. Selon nous, la banque centrale n'est pas sur le point de commettre une erreur de politique monétaire en laissant l'économie surchauffer. Les investisseurs apprennent à vivre dans un monde où la Fed a promis d'être raisonnablement irresponsable. Le ciblage de l'inflation moyenne implique de laisser les prix augmenter plus rapidement pour rattraper le retard du passé. Par conséquent, la Fed ne va pas précipiter la sortie et va plutôt prendre son temps comme c'est le cas depuis 2008. Un changement progressif de langage est probable avant septembre et une décision formelle de réduire les achats d'actifs d'ici fin 2021. Selon nous, le taper tantrum est un traumatisme suffisamment présent dans la mémoire de la Fed pour qu'elle préfère à nouveau pécher par excès de prudence.

ALLOCATION

Gâcheur d'ambiance_ Discuter de la Fed et de l'inflation est essentiel dans le contexte où les investisseurs considèrent la montée des taux comme le risque le plus important pour les marchés financiers. La dernière enquête Merrill Lynch auprès des gérants de fonds classe

l'inflation et le taper tantrum comme les deux principaux risques, devant les valorisations ou le Covid. Comme indiqué ci-dessus, notre analyse des fondamentaux ne corrobore pas vraiment ces risques. Quelle est dès lors la trajectoire la plus probable pour les taux d'intérêt ?

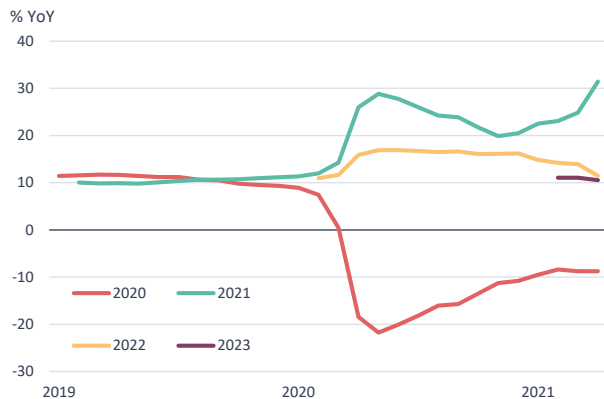
Rotation de taux_ Le retracement des taux d'intérêt américains en mai a été entraîné par la baisse des taux réels, partiellement compensée par une hausse des anticipations d'inflation (Figure 3). Nous anticipons une hausse limitée des points morts d'inflation à l'avenir. Lorsque les effets transitoires s'estomperont et que l'inflation atteindra son pic vers le mois de juin, un tassement est même probable. La dynamique des prix devrait alors être dominée par les taux réels, eux-mêmes déterminés par les attentes de politique monétaire et le positionnement. Dans ce contexte, notre scénario reste une hausse modérée des rendements obligataires américains, par étapes plutôt qu'en ligne droite. Le positionnement spéculatif étant assez équilibré actuellement, la Fed est le principal facteur à surveiller. Une autre raison technique de ne pas être trop pessimiste à l'égard des Treasuries est qu'ils sont de nouveau attractifs pour les investisseurs japonais après couverture du taux de change. Les achats japonais ont sensiblement augmenté en avril lorsque les rendements du Trésor ont dépassé 1,60-1,70%.

Perspective allemande_ Le tableau est différent en Europe et la courbe allemande a nettement sous-performé ces dernières semaines. La Figure 3 montre que les composantes d'inflation et taux réels ont progressé de manière synchronisée, reflétant une embellie des perspectives macroéconomiques et un positionnement moins tendu. Le Bund allemand à 10 ans ayant atteint -0,1%, son plus haut niveau depuis la mi-2019, il semblait plus attractif comme actif décorrélaté en cas de volatilité. Nous sommes donc revenus à neutres sur la dette publique européenne pour la première fois depuis un moment.

Retour à neutre_ Sur les actions, la saison des résultats n'a pas apporté un soutien aussi fort aux marchés que nous l'avions espéré. L'ironie est que les résultats ont effectivement été solides, le consensus prévoyant désormais des

bénéfices en hausse de plus de 30% cette année (*Figure 4*). Pour autant, il semble qu'une partie des révisions pour cette année se soit faite au détriment de 2022 et 2023. Du point de vue de l'allocation, nous avons estimé que le marché manquerait désormais de nouveaux catalystes après la saison des résultats. Les valorisations et le positionnement étant élevés, nous avons réduit l'allocation à neutre au cours du mois.

Figure 4 : croissance spectaculaire des bénéfices
US equities: consensus earnings growth



Source : IBES, SILEX – mai 2021

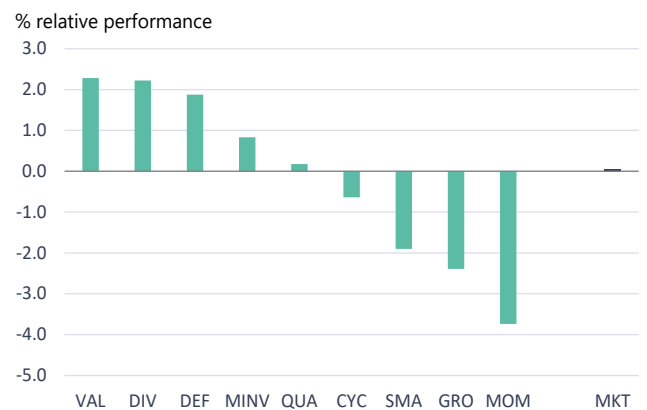
Une question de rendement et de risque_

Après six mois de rebond exceptionnel, réduire le risque actions ne signifie pas que nous nous attendons à une chute brutale des marchés. Nous venons d'expliquer pourquoi le principal risque perçu (la hausse des taux d'intérêt) ne semble pas si menaçant que cela. Au contraire, notre processus SPARK souligne simplement que les rendements ajustés du risque ne sont plus meilleurs sur les actions que sur les autres classes d'actifs (*Figure 6*). Notre scénario modal reste pour autant que la tendance haussière des actions se poursuivra cette année.

Flou_ Ces dernières semaines ont dévoilé un changement dans la dynamique du marché par rapport au début de l'année. Alors que Momentum et Croissance ont à nouveau sous-performé, les petites capitalisations et les cycliques étaient également en retrait (*Figure 5*). À l'inverse, Value et défensives ont surperformé. Cette évolution illustre de nouveau que le positionnement joue un rôle prépondérant dans la conjoncture actuelle. A noter que les indices Momentum font l'objet d'un rééquilibrage important ce mois-ci, avec une forte augmentation du poids des financières et une baisse correspondante de celui des tech.

Marcher sur trois pattes_ Par conséquent, nous privilégions secteurs et facteurs où le positionnement est faible et les valorisations relativement basses. Il s'agit essentiellement de trois segments. D'abord les secteurs défensifs, tels que la consommation de base et les services aux collectivités, ont été à la traîne depuis un an et pourraient bénéficier de marchés moins directionnels et plus volatils. Ensuite, la Value faiblement valorisée : il s'agit de l'énergie et des banques, qui bénéficient de fortes révisions de bénéfices et de dividendes élevés. Enfin, certaines parties du secteur tech sont de nouveau attractives après la récente correction. De nombreux petits porteurs ont quitté le secteur, la croissance organique est forte et les multiples de valorisation ont beaucoup baissé.

Figure 5 : Divergence des facteurs
4W MSCI world factor performance

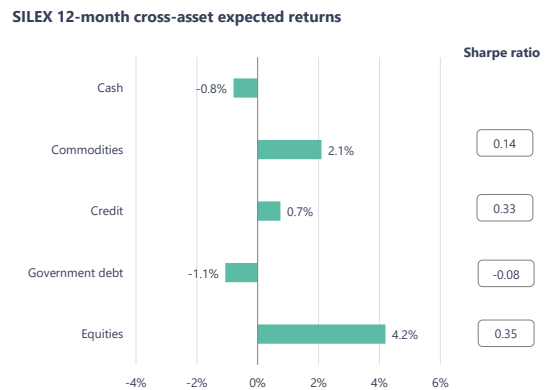


Source : MSCI, SILEX – mai 2021

Prudence_ Nous restons plus prudents sur les matières premières. Les plus cycliques comme le pétrole et le cuivre ont beaucoup monté grâce à un rebond de la demande sans que l'offre ne suive. Cependant, le positionnement spéculatif est désormais élevé, ce qui rend le marché plus vulnérable aux mauvaises nouvelles. Cela a été illustré récemment lorsque l'avancée des discussions entre l'Iran et les États-Unis a entraîné une chute brutale des prix du brut. Pendant ce temps, l'environnement s'améliore pour l'or. La volatilité accrue du marché rend les valeurs refuges relativement plus intéressantes, tandis que la récente déroute du bitcoin montre que l'"or digital" n'est pas encore tout à fait une réserve de valeur. Mais il est évident qu'une hausse brutale des taux d'intérêt nuirait au métal jaune.

Au final_ Avec une volatilité plus élevée sur les actions et une corrélation actions-obligations toujours positive, SPARK est passé neutre sur les actions au cours du mois dernier. Cela reflète le fait que le ratio de Sharpe n'est plus supérieur à celui du crédit malgré des spreads serrés. Notre révision à la hausse des rendements attendus de l'or améliore les perspectives des matières premières, mais pas suffisamment pour justifier une allocation plus importante. La dette publique continue d'offrir des perspectives négatives, ce qui pousse à une gestion active du risque de duration pour le moment.

Figure 6 : Rendements espérés SPARK et ratios de Sharpe



Source : SILEX. Investisseurs en base euro – mai 2021

ANNEXE

SILEX Allocation Multi-Actifs

Marché	Rationnel	Allocation
		<div style="display: flex; justify-content: space-between; width: 100%;"> Très négatif Négatif Neutre Positif Très positif </div>
Obligations	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons sous-pondérés sur la duration après la consolidation. Les spreads de crédit peuvent se resserrer davantage. 	
Actions	<ul style="list-style-type: none"> Les perspectives de bénéfices sont excellentes, mais valorisations et positionnement rendent le marché plus vulnérable. Peut-être le moment d'un changement de leadership. 	
Matières premières	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons neutres sur les matières premières cycliques. L'or pourrait rebaisser si les taux d'intérêt réels remontent. 	
Convertibles	<ul style="list-style-type: none"> La convexité est pertinente dans un environnement où les investisseurs sont forcés de prendre de l'exposition actions mais souhaitent limiter le risque. 	
Liquidités	<ul style="list-style-type: none"> Nous sommes tactiquement surpondérés sur le cash. 	

SILEX Allocation Obligataire

Marché	Rationnel	Allocation
		Très négatif Négatif Neutre Positif Très positif
Obligations d'Etat Euro	<ul style="list-style-type: none"> Les taux européens ont sous-performé et semblent plus attractifs car la BCE restera accommodante. 	Partie courte
		Partie longue
Obligations d'Etat US	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons sous-pondérés après le retracement. La Fed devrait donner des signes de resserrement vers la fin de l'été. 	Partie courte
		Partie longue
Crédit IG Euro	<ul style="list-style-type: none"> La BCE achète de grandes quantités de crédits d'entreprise, ce qui soutient les spreads. Les émissions sont en baisse. 	
Crédit IG US	<ul style="list-style-type: none"> Les spreads sont serrés et la duration est de nouveau un risque. Préférence pour la dette senior garantie et retour aux émetteurs cycliques. 	
Crédit HY Euro	<ul style="list-style-type: none"> Les investisseurs sont poussés vers les actifs non éligibles à la BCE. Les spreads restent attractifs en termes relatifs. Le taux de défaut ne devrait pas augmenter et les émissions sont en baisse. 	
Crédit HY US	<ul style="list-style-type: none"> Les spreads peuvent continuer à se resserrer mais sont déjà bas. Nous sommes repassés à neutres. Le taux de défaut a atteint un pic alors que les émissions vont ralentir dans le reste de l'année. 	
Dette Euro Financière Subordonnée	<ul style="list-style-type: none"> Les indicateurs de crédit semblent solides et les bénéfices se sont redressés. La rareté augmente avec l'intensification des rappels d'obligations « legacy » en 2021. 	
Dette émergente	<ul style="list-style-type: none"> La hausse des taux américains reste un risque mais les fondamentaux sont en amélioration. 	

SILEX Allocation Actions

Marché	Rationnel	Allocation
		Très négatif Négatif Neutre Positif Très positif
États-Unis	<ul style="list-style-type: none"> Le potentiel de bénéfices est élevé, mais les valorisations aussi et le positionnement toujours un peu tendu. 	
Europe	<ul style="list-style-type: none"> Nous réduisons à neutre après la forte progression, mais les perspectives restent positives en termes de bénéfices. 	
Japon	<ul style="list-style-type: none"> Le marché a connu une forte performance et semble moins attractif maintenant que la Banque du Japon a réduit ses achats d'ETF. 	
Chine	<ul style="list-style-type: none"> La politique économique est au resserrement et le risque politique augmente sur les secteurs de la finance et de la technologie. 	
Marchés émergents	<ul style="list-style-type: none"> Nous sommes revenus à la neutralité après le nettoyage de positionnement. Du potentiel hors Asie si énergie et Value rattrapent leur retard. 	

Styles & thématiques	Rationnel	Allocation
		Très négatif Négatif Neutre Positif Très positif
Cycliques	<ul style="list-style-type: none"> Nous approchons du pic de croissance et le positionnement est devenu élevé dans certains secteurs cycliques. 	
Energie	<ul style="list-style-type: none"> Ces valeurs sont restées à la traîne et offrent des dividendes attractifs. Elles pourraient faire l'objet d'un re-rating, d'autant plus que certaines firmes ont pris le virage ESG. 	
Défensives	<ul style="list-style-type: none"> La consommation de base et les services aux collectivités ont sous-performé et pourraient bénéficier de marchés moins directionnels et d'une plus grande volatilité. 	



Article achevé de rédiger le 26 mai 2021.

Disclaimer

Ce document n'est pas destiné à être distribué aux investisseurs de détail ou à une « US Person », mais uniquement aux investisseurs institutionnels agissant pour leur propre compte et classés en tant que « contreparties éligibles » ou « clients professionnels » au sens de la directive 2014/65/UE sur les marchés d'instruments financiers. Aucune démarche n'a été ou ne sera effectuée pour autoriser une offre au public des produits ou la possession ou la distribution de toute documentation relative à une offre relative aux produits dans toute juridiction ou une telle action est requise. Par conséquent, toute offre, vente, ou livraison des produits, ou distribution ou publication de documentation d'offre relative aux produits, ne peut être effectuée que dans, ou à partir de toute juridiction autorisée conformément aux lois et réglementations applicables, ceci n'imposant aucune obligation de la part de SILEX. Certaines limitations résultant de restrictions légales sur la communication et les activités transfrontalière sur les produits peuvent exister, et les informations y afférentes demeurent réservées. Les juridictions les plus importantes dans lesquelles les produits ne peuvent pas être distribués dans le cadre d'une offre au public sont l'Espace Economique Européen (EEE), le Royaume-Uni, Hong Kong et Singapour. Les produits ne peuvent pas être offerts ou vendus aux Etats-Unis, ou auprès, pour le compte ou au bénéfice, de US Persons (tel que défini dans la réglementation S). Des informations détaillées sur les restrictions de vente sont disponibles sur le site internet www.silex-ip.com et pouvant être commandé gratuitement auprès de SILEX. Ce document ainsi que toute information y afférente peuvent contenir des informations restreintes, privilégiées et confidentielles et sont donc destinés à être distribués uniquement aux personnes autorisées. Le destinataire ne doit ni diffuser, ni modifier, ni le copier/plagier, ni agir en s'appuyant sur ce document, sans autorisation préalable de SILEX. En ce qui concerne le présent document, ni SILEX, ni aucun de ses salariés ou représentants, ne donne de garantie ou de déclaration, expresse ou implicite, ni n'assume aucune responsabilité juridique, ni n'assume aucune responsabilité quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'utilité des informations communiquées. Ni SILEX ni aucun de ses salariés ou représentants n'assume ni n'assume aucune responsabilité et/ou responsabilité de quelque nature que ce soit résultant de toute mesure prise en se fondant sur ce document. Ce contenu n'est pas destiné à être une sollicitation ni une offre de service, il a uniquement pour objet d'informer les investisseurs professionnels. La préparation des informations fournies dans le présent document se fait avec un niveau élevé de soins. Néanmoins, des erreurs sont possibles. Le destinataire de ce document est invité à s'enquérir des conseils de professionnels afin de discuter des risques encourus avec les entreprises décrites dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les performances sont calculées nettes de frais de gestion par SILEX. Les références à certains titres et instruments financiers sont données à titre d'illustration uniquement. SILEX suppose que tous les utilisateurs comprennent les risques liés aux activités décrites dans le présent document. Article Promotionnel. SILEX se réserve le droit de modifier à tout moment le contenu et les termes de ce document. Tous droits réservés.

