2022

OUTLOOK

by SILEX

JANVIER 2022

Uniquement pour les clients et investisseurs professionnels / qualifiés / institutionnels.

ÉDITO_

Si on examine rétrospectivement la performance des marchés, on pourrait penser que l'année 2021 aura été assez tranquille. En fait, il en a été tout autrement, avec une incertitude persistante liée à la pandémie et ses implications. Un nouveau monde commence à émerger, avec le digital, la transition écologique et un retour de l'inflation comme éléments structurants.

En 2021, nous avons eu l'occasion de mieux cerner les besoins de nos clients. Bien sûr, ils veulent de la performance et nous avons travaillé dur pour les aider à l'obtenir. Mais de plus en plus, ils souhaitent des portefeuilles robustes et l'assurance que des marchés erratiques ne leur réservent pas de mauvaises surprises. Les outils quantitatifs peuvent nous y aider. Nos clients veulent aussi un accès en temps réel à leurs investissements. Notre portail digital my_ SPARK vise à répondre à ces besoins ; de nombreuses fonctionnalités seront ajoutées en 2022.

En avril 2021, SILEX Investment Managers (SA) a reçu sa licence Finma en Suisse, en complément de nos agréments en France. Nous avons également renforcé l'équipe, avec les arrivées, entre autres, d'Emeline Ozhan, Eric Bozzetto, Gerald Sinnasse et Chris Ptak. Nous disposons désormais à la fois de l'expertise et du cadre réglementaire pour la prochaine étape de notre trajectoire de croissance. En avant !

Aujourd'hui, je suis heureux de vous présenter le nouvel Outlook annuel de SILEX. Notre équipe de gestion partage ses idées et convictions pour 2022. Nous espérons que vous l'apprécierez et y trouverez des pistes pour commencer l'année !

Bonne et heureuse année à tous,

Xavier Laborde, CEO

VUE ALLOCATION D'ACTIFS_

Ne pas avoir peur des hauteurs

. l'idée

Trois années de performances exceptionnelles ont ravivé le débat sur la valorisation des marchés actions et l'imminence d'une correction en 2022. Pour autant, se contenter de regarder les niveaux de marché pour en déduire une valorisation est, selon nous, un raccourci trop rapide. D'abord, les multiples de valorisation ont baissé en 2021, même s'ils restent élevés par rapport à la norme historique. Ensuite, la prime de risque des actions, une mesure de cherté relative des actions par rapport aux obligations, reste raisonnable. En d'autres termes, les actions peuvent rester très chères tant que les obligations seront extrêmement chères. Une forte hausse des taux d'intérêt va-t-elle punir les valorisations actions en 2022 ? Cela peut se produire dans une certaine mesure, mais probablement pas assez pour compenser la croissance des bénéfices. Par conséquent, rester investi en actions cette année semble être la bonne chose à faire, car laisser passer le train pourrait s'avérer coûteux une fois de plus.

Maxime Alimi*
Responsable
Macro & Allocation

La Chine en transition

. le risque

La Chine traverse une période d'incertitude inhabituelle. L'année dernière, une répression auto-administrée sur la technologie a fait souffrir une grande partie du marché actions. Le gouvernement a clairement indiqué que les objectifs politiques («prospérité commune» et «autonomie stratégique») dominent les performances financières. Dans le même temps, l'effondrement d'Evergrande a initié une restructuration plus large du secteur immobilier, un moteur de croissance majeur de la dernière décennie. En 2022, l'impact de ces deux chocs se combinera, à un moment où la Chine est déjà engagée dans une transition vers une croissance structurellement plus faible. Pendant ce temps, le président Xi sera concentré sur le 20e congrès du Parti qui devrait le voir réélu pour un nouveau mandat. Le risque économique inhabituel rencontre donc paradoxalement un besoin inhabituel de stabilité. Les pressions en faveur d'une gestion sans heurt seront maximales et les motifs d'erreur de politique économique abondent.

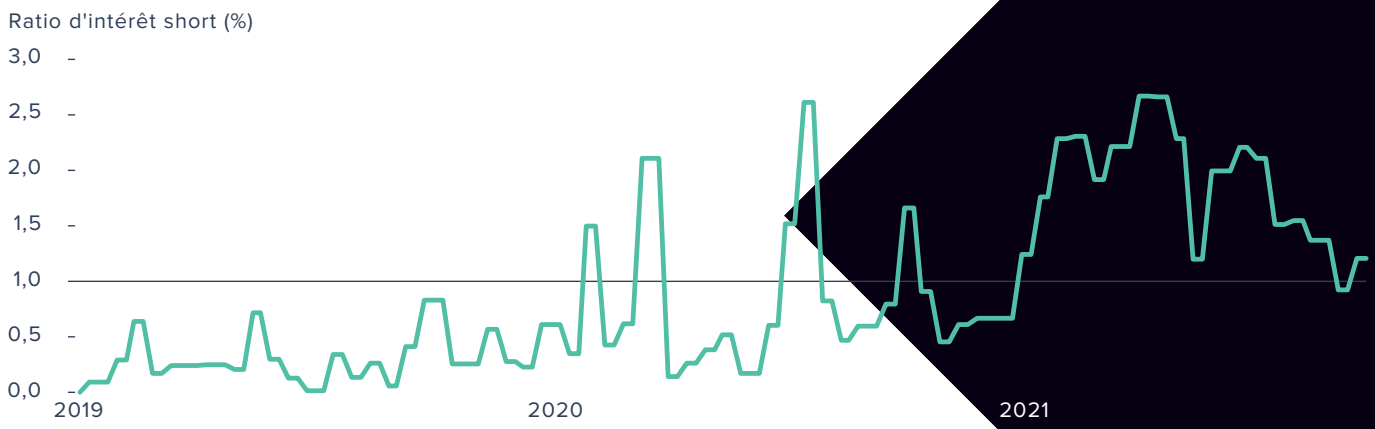
*Maxime est employé par SILEX IP depuis 2019 en tant que responsable macro & allocation. Il est en charge de la recherche et de l'analyse macro. Il a commencé sa carrière comme économiste chez Lehman Brothers puis comme stratégiste multi-asset chez Goldman Sachs. Maxime a ensuite rejoint AXA Investment Managers comme responsable de la stratégie d'investissement.

Un bon trend peut-il redevenir un bon trade ?

. le graphique

Aucun investisseur ne doute que la transition ESG aura un impact considérable sur notre industrie. Les changements dans l'économie impliqueront de nouveaux gagnants et perdants. La réglementation orientera les changements, eux-mêmes accélérés par l'évolution des habitudes des consommateurs et la sensibilisation du public. Les politiques d'investissement ESG vont également réaffecter des flux de capitaux massifs vers les actifs verts. Pourtant, en 2021, un bon trend ne s'est pas traduit en un bon trade. Les actifs verts ont sous-performé dans un contexte d'attentes devenues irréalistes et de positionnement fortement spéculatif. Le graphique ci-dessous, qui montre l'intérêt short sur un ETF de référence sur l'énergie verte, suggère que ces déséquilibres ont maintenant été largement résorbés. Nous sommes donc redevenus positifs sur les actifs verts en 2022.

Ratio d'intérêt short sur l'ETF iShares Global Green Energy



Source : Bloomberg, SILEX - Décembre 2021

VUE ACTIONS_ THÉMATIQUES

. l'idée

Biens d'équipement axés sur la durabilité

Sous l'impulsion de la recherche d'efficacité énergétique, des programmes budgétaires américains et de l'automatisation, les mégatendances en matière de durabilité continueront à alimenter une croissance organique élevée pour les secteurs industriels. Nous sommes particulièrement positifs sur les biens d'équipement. Concernant les volumes, il existe un important potentiel de réapprovisionnement lorsque les restrictions Covid s'atténueront et que les goulets d'étranglement se résorberont. Les niveaux de cash accumulés par les entreprises à forte intensité capitalistique et les faibles stocks devraient favoriser la croissance des volumes et l'augmentation des dépenses d'investissement. Sur les prix, de nombreuses entreprises de biens d'équipement ont été en mesure de répercuter les augmentations du coût des intrants en 2021, même si cela ne s'est produit que partiellement ou avec un certain décalage. Cet environnement devrait permettre une croissance organique de 5-10% et une amélioration des marges dès le premier semestre 2022. Dans l'ensemble, nous voyons un fort potentiel pour les valeurs offrant des solutions à la transition durable, avec une préférence pour les sociétés dont les revenus sont exposés à l'Europe.

Emeline Ozhan
Gérante Stratégies
Actions Thématiques

Emeline Ozhan a rejoint SILEX en 2021 en tant que gérante actions thématiques. Titulaire d'un master Financial Markets de Paris Dauphine et d'une certification CFA, elle commence sa carrière chez Sycomore Asset Management comme analyste actions, puis rejoint le groupe Pictet. Elle se specialise ensuite sur les thématiques de durabilité chez Lombard Odier et contribue au lancement et à la gestion de stratégies impact.

. le risque

La rotation des marchés actions

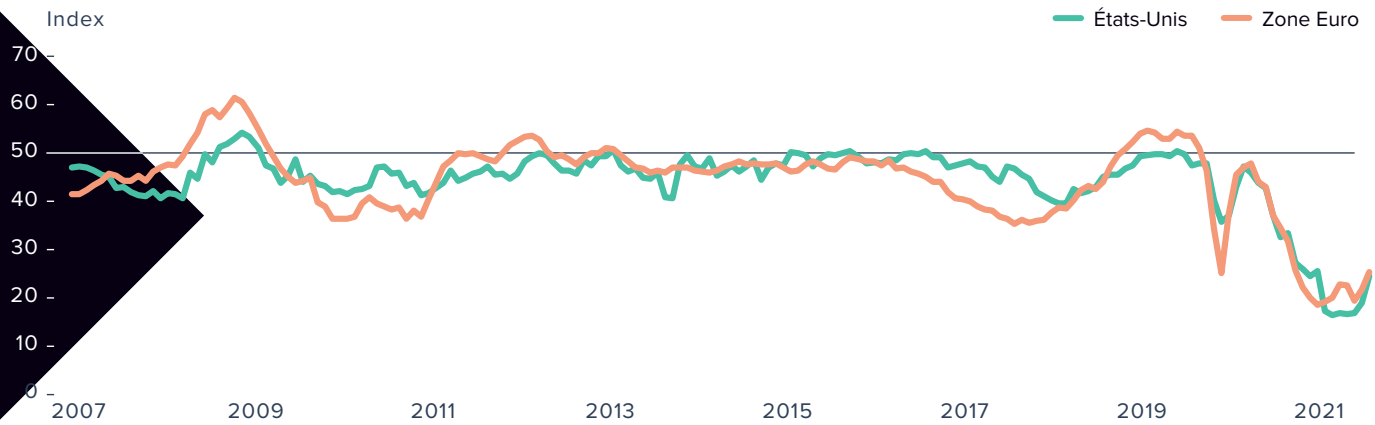
Dans la même veine que l'année dernière, le risque clé en 2022 pour la gestion active sera la rotation. D'une part, les politiques monétaires divergentes pourraient être favorables à l'Europe tandis que la hausse des taux d'intérêt pourrait profiter aux titres Value. D'autre part, la réouverture des économies devrait continuer à profiter aux entreprises cycliques capables de résister à l'inflation et de protéger leurs marges. Dans cet environnement, il n'y aura pas de complaisance : les valeurs de croissance qui ne tiennent pas leurs promesses pourraient souffrir davantage que le reste du marché. Dans l'ensemble, nous pensons que la graduelle compression des multiples observée en 2021 devrait se poursuivre en 2022. Cet effet devrait être compensé par la croissance des bénéfices des sociétés, que nous espérons solide, permettant ainsi d'améliorer le consensus actuel.

. le graphique

Tensions sur les chaînes d'approvisionnement

Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement et les coûts des matières premières resteront une préoccupation en 2022. La reprise post-Covid plus rapide que prévu a créé des goulots d'étranglement et les indicateurs mesurant les coûts d'expédition et prix des matériaux sont toujours à des niveaux très tendus. Les prix de l'énergie en Europe pourraient rester élevés plus longtemps en raison des tensions géopolitiques avec la Russie. Dans le même temps, les délais de livraison des fournisseurs sont proches de leur plus haut niveau historique et les pénuries devraient encore peser sur la croissance en 2022. Dans certains segments de notre univers thématique, comme l'automatisation, ces tensions pourraient servir de catalyste sous l'impulsion de l'électrification. Nous prévoyons un ralentissement de l'inflation au premier semestre 2022 en raison d'effets de base et d'une réduction progressive des frictions. Cette inflexion serait un signal positif pour les fournisseurs de composants et d'équipements, qui ont été les plus touchés par l'environnement inflationniste.

PMI delais de livraison des fournisseurs



Source : Bloomberg, SILEX - Décembre 2021

VUE OBLIGATAIRE_

Décompression des spreads souverains européens

. l'idée

Dans la lignée de la Fed et la Banque d'Angleterre, la réunion de décembre de la BCE a signalé un changement de fonction de réaction, ainsi qu'une description plus ouverte des perspectives d'inflation. En 2022, les volumes d'achats d'obligations seront beaucoup plus faibles, le programme PEPP se terminant en mars, tandis que les volumes annoncés de l'APP sont plus modestes et moins flexibles. Ainsi, nous prévoyons que l'émission nette de dette souveraine européenne ajustée des achats de la BCE sera positive pour la première fois depuis 2019. Par exemple, la BCE devrait absorber environ deux tiers des émissions de BTP en 2022 (contre environ 120% en 2021).

Par conséquent, nous nous attendons à ce que la pression sur la prime de risque des obligations souveraines « semi-core » et périphériques augmente alors que les valorisations restent peu attractives après des années d'achats massifs par la BCE. La probabilité d'écartement des spreads périphériques et « semi-core » et de hausse de la volatilité est élevée : les positions de décompression présentent un rendement/risque attractif avec un downside limité et un potentiel de gains important. Enfin, les OATs sont susceptibles de présenter une volatilité supplémentaire à l'approche des élections présidentielles françaises. Nous nous attendons à ce que des opportunités intéressantes apparaissent sur ce segment tout au long de l'année.

Philippe Kellerhals
Responsable
gestion obligataire

Les banques centrales au centre de l'attention

. le risque

Un resserrement plus rapide et plus marqué de politique monétaire par la Fed est le facteur de risque principal dans notre esprit. Il est probable que l'inflation sous-jacente s'installe à un niveau inconfortable, au-dessus de l'objectif de 2% dans un contexte de marché du travail tendu. Cela implique que nous continuerons à gérer le risque de duration de manière prudente et active et que notre appétit pour le risque émergent restera probablement limité, notamment au premier semestre.

Concernant le crédit, nous pensons que les fondamentaux des marchés développés resteront très solides et ne prévoyons pas le début d'un cycle de défaut en 2022. Cependant, la dispersion devrait continuer à augmenter et nous accorderons une attention particulière au risque de politique financière (LBO, M&A, rémunération plus importante des actionnaires) et au risque sur les marges opérationnelles lié à la hausse des coûts, notamment pour les industries ou les émetteurs dont la capacité à augmenter les prix est limitée.

Gérald Sinnasse
Gérant de portefeuille
Senior

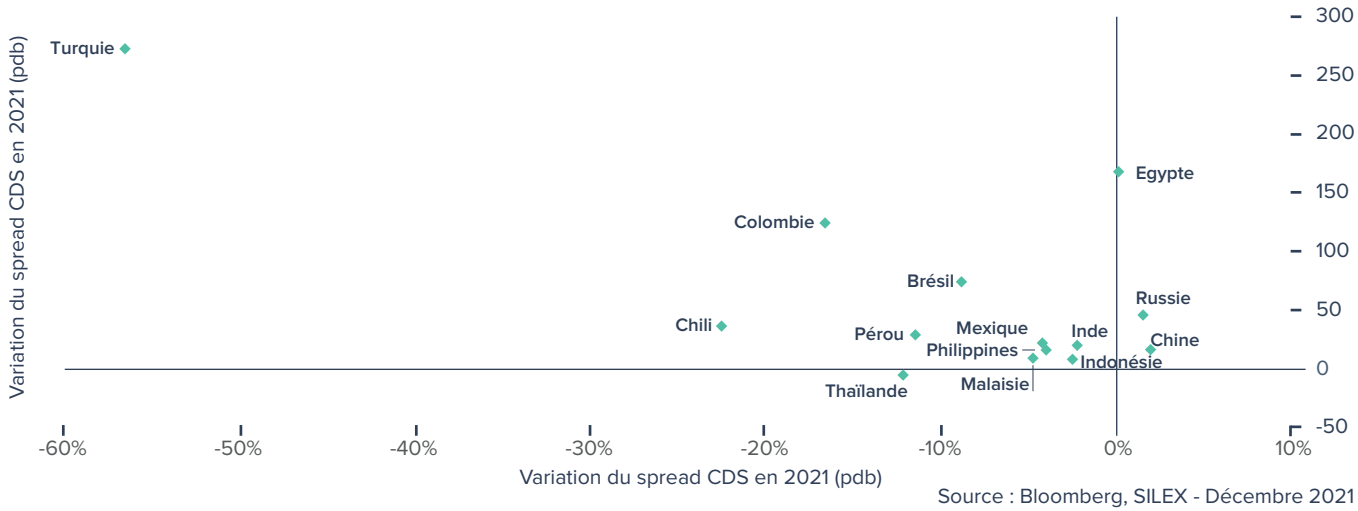
Augmentation de la prime de risque émergente

. le graphique

Les marchés émergents ont sous-performé les marchés développés dans toutes les classes d'actifs en 2021. Les pressions inflationnistes mondiales, un dollar américain plus fort et une fonction de réaction de la Fed plus restrictive ont été des moteurs importants, qui devraient rester en place en 2022. Le risque politique local a également refait surface dans plusieurs pays, dont la Turquie (interférence sur la politique monétaire) et certains pays d'Amérique latine (victoires socialistes au Chili et au Pérou). Les obligations et actions des pays émergents sont particulièrement exposées à un resserrement plus rapide que prévu de la politique monétaire de la Fed en 2022. Les élections brésiliennes devraient également être à surveiller.

Chris Ptak
Analyste crédit
Senior

Hausse de la prime de risque dans les marchés émergents



Source : Bloomberg, SILEX - Décembre 2021

“Un resserrement plus rapide et marqué de la Fed est notre facteur de risque principal”

Philippe Kellerhals

VUE CONVERTIBLES_

. l'idée

La convertible MTU 2027

Notre idée pour 2022 est de se positionner sur le secteur aérien en investissant sur la convertible allemande MTU 0.05% 2027. Cette convertible offre un rendement positif de l'ordre de 1% et traite seulement 3 points au-dessus du plancher obligataire. L'action s'échange 40% en dessous du niveau pré-Covid suite à des performances 2020 et 2021 décevantes. Le consensus sur l'action est à l'achat avec 90% des analystes ayant une opinion positive ou neutre et seulement 10% à la vente. La société est solide avec 8 milliards d'euros de capitalisation boursière, une génération de Free Cash-Flow positive, une dette de seulement 1,4 milliard et des marges d'EBITDA supérieures à 15%. Au niveau de sa valorisation, la convertible affiche une décote de l'ordre de 2%.

. le risque

Retournement du marché actions

Dans l'environnement de taux actuel, l'essentiel de la performance des fonds directionnels de convertibles proviendra une nouvelle fois du moteur actions. Si ces marchés venaient à se retourner, l'impact sur les performances pourrait se faire ressentir. Néanmoins la diversité et profondeur du marché (plus de 500 milliards d'euros en 2021), la nature même du produit, un marché primaire que nous anticipons actif avec un volume de nouvelles émissions attendu à plus de 140 milliards devraient jouer leur rôle d'amortisseur en cas de retournement.

Eric Bozzetto
Responsable
gestion convertibles

Eric a rejoint SILEX en 2021 en tant que gérant de fonds convertibles. Après avoir débuté à la Société Générale à Paris en 1997, il a passé une grande partie de sa carrière à Londres, avant d'être nommé co-responsable des convertibles européennes chez Lehman Brothers en 2007. Après avoir rejoint Nomura en 2008, il décide de rejoindre l'industrie de la gestion d'actifs en passant chez SPGP à Paris en 2012.

. le graphique

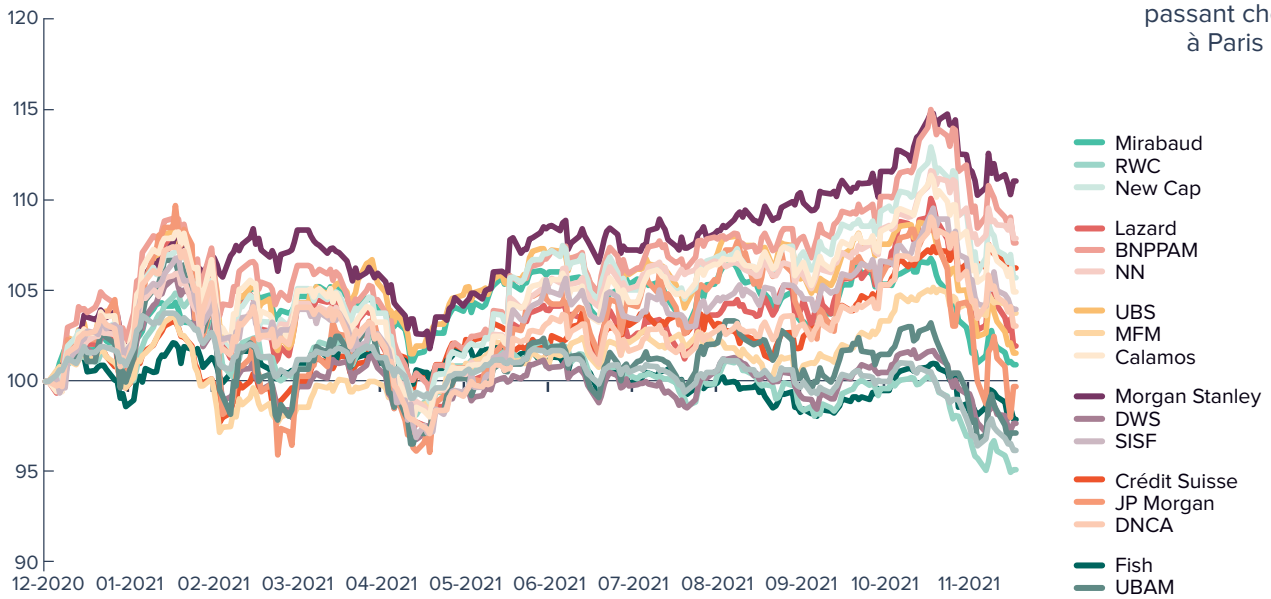
Performance hétérogène des fonds convertibles en 2021

Sur l'année 2021, on constate une très forte dispersion des performances des plus gros fonds de convertibles globaux. Les meilleurs fonds affichent des performances de plus de 10% alors que certains restent en territoire négatif sur la période en dépit d'un environnement actions porteur.

L'afflux de capitaux dans la classe d'actifs a entrainé un grand nombre d'émetteurs à venir se financer de façon opportuniste à des conditions extrêmement avantageuses, avec des primes de plus de 60% et des rendements à maturité proches de zéro, voire négatifs. Tout n'est donc pas bon à prendre, la sélection des titres reste primordiale et il s'agira d'éviter les accidents, à l'image par exemple de Cineworld qui a réussi à émettre une convertible en avril 2021 à 100% qui traite actuellement sur des niveaux de 50%.

Performance des fonds globaux de convertibles en 2021

index, 31 déc. 2020 = 100



Source : Bloomberg, SILEX - Décembre 2021

SILEX

Article achevé de rédiger le 11 janvier 2022.

Les données sur la carrière et l'expérience des salariés SILEX sont fournies à titre d'informations et ne sont d'actualité qu'à la date mentionnée sur la première page. Les salariés mentionnés peuvent ne plus être nécessairement employés par SILEX.

Disclaimer
Ce document est utilisé à titre informatif uniquement. Les données et commentaires et analyses contenus dans ce document de présentation n'ont aucune valeur contractuelle. Il n'est pas destiné aux personnes qui sont citoyens ou résidents d'un pays ou d'une juridiction dans lesquels sa diffusion, sa publication, sa disponibilité ou son utilisation seraient contraires aux lois ou réglementations en vigueur. Le contenu de ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de produits ou services d'investissement, des conseils en investissement, des conseils fiscaux ou juridiques ou une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un instrument financier. Chaque investisseur doit prendre toute décision d'investissement en fonction de sa situation personnelle et analyser son risque indépendamment des entités SILEX en sollicitant, le cas échéant, des conseils financiers, juridiques ou fiscaux. Les entités SILEX ne pourront être tenues responsables de toute décision d'investissement, de désinvestissement ou de détention sur la base des informations contenues dans ce document. Les chiffres, commentaires, projections et autres éléments contenus dans ce document reflètent la perception qu'ont les entités SILEX des marchés, leur évolution, compte tenu de l'environnement économique et des informations détenues à ce jour, mais ne constituent aucun engagement ni garantie de leur part. Un certain nombre des commentaires contenus dans ce document sont considérés comme des déclarations prospectives. Les résultats réels futurs, cependant, peuvent varier considérablement. Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs. Le potentiel de profit s'accompagne d'une possibilité de perte. Ils peuvent ne plus être pertinents pour le jour où il en prend connaissance. L'investissement dans un produit financier comporte des risques, les principaux risques étant le risque de perte en capital, le risque actions, le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque de change. Les actifs financiers sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur performance future. Les évaluations sont basées sur les derniers prix connus. Source d'information : sauf indication contraire, les sources utilisées dans ce document sont celles des entités SILEX. En cas de traduction, seule la version en langue anglaise fera foi. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu, sous quelque forme et à quelque fin que ce soit, est strictement interdite, sauf autorisation écrite préalable de SILEX. Ce document n'est pas destiné à être distribué aux investisseurs particuliers ou aux investisseurs américains, mais à l'usage exclusif des investisseurs institutionnels agissant pour leur propre compte et catégorisés soit en qualité de « contreparties éligibles » ou de « clients professionnels » au sens de la directive 2014/65/UE sur les marchés d'instruments financiers, soit en qualité d' « investisseur qualifié » au sens des règlements LSFin et LEFin.
Document promotionnel non soumis à l'approbation d'une quelconque autorité.
© Copyright 2022 SILEX. Tous les droits sont réservés.