



# SILEX CLEAR CUT

Mars 2022

## POUPÉES RUSSES

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

Maxime Alimi, Responsable Macro & Allocation

### POINTS CLÉS

- Les investisseurs en sont encore à démonter les poupées russes pour appréhender les implications du conflit en Ukraine : énergie, inflation, croissance, politique économique.
- Les prix sur le marché reflètent des anticipations positives et une désescalade rapide. Bien qu'il s'agisse d'un scénario probable, les risques sont désormais asymétriques.
- Nous sommes positifs sur l'obligataire en général, et le crédit euro en particulier. Restez investis sur les matières premières car les fondamentaux sont durablement tendus.
- Nous restons prudents sur les actions dans l'ensemble, car les risques se sont déplacés des multiples vers les bénéfiques. Certains segments semblent toutefois attractifs.

### MACRO

**A plein tube\_** Les marchés ont continué à se montrer nerveux en mars, nos principaux facteurs de risque - l'Ukraine et la Fed - jouant à plein. Si l'incertitude reste forte pour le conflit, les marchés ont déjà pris position, à en juger par le récent rebond. Quant à la Fed, l'incertitude sur le scénario économique des 12 prochains mois s'accroît. Que signifie tout cela pour les allocations ?

**Agir d'abord, parler ensuite\_** Le conflit en Ukraine a évidemment fait la une des journaux au cours du mois dernier. Après un début catastrophique pour la Russie, qui a lancé une invasion mal préparée qui s'est soldée par un désastre de communication, le coût de cette guerre s'avère massif en termes de vies prises et de pertes économiques. Les premières estimations de baisse du PIB en Russie cette année se situent autour de 10-15%, bien au-dessus des chocs combinés de 2008 et 2014. La seule option viable pour la Russie est donc de gagner cette guerre rapidement. Occuper l'Ukraine s'avérerait un borborygme militaire faisant écho aux vieux souvenirs de l'Afghanistan, tandis que laisser

durer les sanctions risquerait de mettre en péril la stabilité du pays. Par conséquent, notre scénario central est que la Russie maximise ses chances de gagner sur le terrain en mobilisant troupes et des équipements. Ce n'est qu'une fois cette phase terminée que nous verrons le retour de la diplomatie.

**Questions épineuses\_** Les négociations ont déjà progressé, selon les récentes déclarations des émissaires turcs chargés de négocier l'accord. L'Ukraine et la Russie pourraient être proches d'un accord sur la démilitarisation de l'Ukraine et sa neutralité stratégique. Il est toutefois peu probable qu'il s'agisse de la liste complète des exigences du Kremlin. Premièrement, la Russie convoite certains territoires ukrainiens, soit sous forme d'annexion, soit par la création d'États indépendants vassalisés. Deuxièmement, il est loin d'être évident que V. Poutine acceptera que le gouvernement ukrainien actuel reste en place après sa victoire. Troisièmement, la Russie pourrait exiger des garanties allant bien au-delà de l'Ukraine en ce qui concerne l'autorisation ou non de rejoindre les alliances occidentales (OTAN et UE).

**Figure 1 : L'impact de la guerre sur l'Europe**



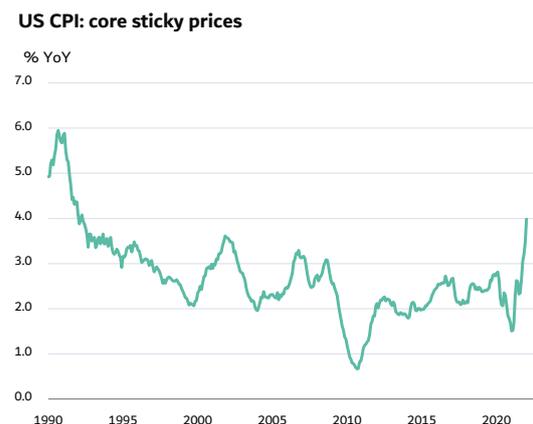
Source : Goldman Sachs - mars 2022

**Décompte\_** Même s'ils restent dépendants du scénario, les dommages collatéraux pour les économies européennes devraient être importants. Parmi les principaux canaux de contagion, on peut citer l'impact de l'inflation sur le revenu des ménages, des distorsions d'activité dues aux pénuries d'approvisionnement en énergie et un durcissement des conditions de financement (Figure 1). La principale compensation devrait être la politique budgétaire, les États prenant à

leur charge une partie de la facture énergétique. Au final, nous devrions avoir cette année une croissance réduite de moitié, autour de 1,5%.

**La vie chère\_** Aux États-Unis, le principal canal de contagion devrait être l'inflation. La dynamique des prix était très forte avant le début de la guerre et de nombreux indicateurs passent au rouge. Par exemple, la mesure de la Fed d'Atlanta des prix "core sticky", c'est-à-dire les prix les moins susceptibles d'être exposés à des facteurs transitoires, affiche une inflation de 4%, la plus élevée depuis 1992 (Figure 2). Les anticipations d'inflation ne prévoient pas une baisse en dessous de 3% avant 2025. Le risque est maintenant que la demande des consommateurs en prenne un coup, le revenu réel disponible n'augmentant pas aussi vite que les prix, à un moment où le taux d'épargne s'est déjà normalisé à 7%.

**Figure 2 : L'inflation de moins en moins éphémère**



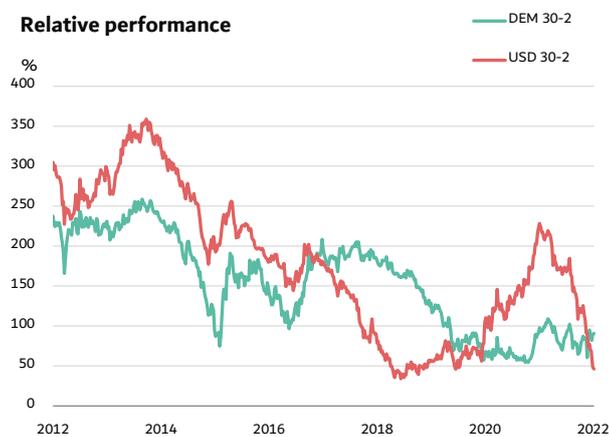
Source : Fed d'Atlanta, SILEX - mars 2022

**Dilemme\_** Le narratif de stagflation gagne du terrain parmi les investisseurs qui se souviennent des effets récessifs de la flambée des prix des matières premières. Pour l'instant, les banques centrales ne voient pas les choses de cet œil. Elles ressentent plutôt le besoin urgent de reprendre le contrôle de la situation et de donner la priorité à la stabilité des prix sur les risques de croissance. La Fed a entamé son cycle de resserrement la semaine dernière et de nombreux investisseurs s'attendent désormais à une hausse de 25 pnb à chaque réunion en 2022. Selon nous, la Fed pourrait vouloir accélérer le resserrement en remontant de 50 pnb une ou deux fois au deuxième trimestre, afin de retrouver un peu d'air au deuxième semestre, lorsque les perspectives de croissance

s'assombriront. Quant à la BCE, la porte est ouverte pour une hausse des taux d'ici la fin de l'année, lorsque l'assouplissement quantitatif sera terminé, mais beaucoup de choses peuvent se passer d'ici là.

**Le put chinois\_** Enfin, la Chine continue de traverser une période difficile. La piètre qualité des vaccins locaux ont conduit à des taux de vaccination beaucoup plus faibles qu'en Occident, et les vagues de Covid continuent d'être importantes et mortelles, notamment dans le sud de la Chine. Le confinement de Shenzhen pourrait provoquer de nouvelles ruptures d'approvisionnement en produits électroniques. Au-delà du Covid, le secteur de l'immobilier requiert une gestion politique prudente. Il ne fait guère de doute que la guerre en Ukraine n'arrive pas au meilleur moment pour un gouvernement qui donne priorité à la stabilité cette année. Les investisseurs ont déserté la Chine en prévision d'une contagion des sanctions au cas où le pays soutiendrait explicitement la Russie. Selon nous, le gouvernement est maintenant proche de sa tolérance maximale à la volatilité. Un soutien beaucoup plus fort et explicite à l'économie et aux marchés est probable dans les mois à venir.

**Figure 3 : Les courbes de rendement s'aplatissent**



Source : Bloomberg, SILEX - mars 2022

## ALLOCATION

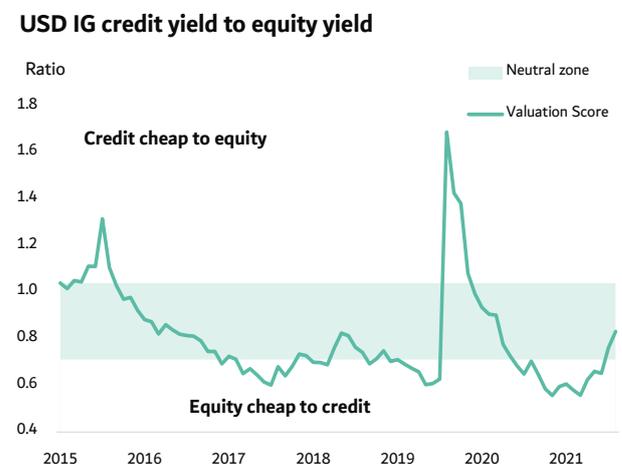
**Régime de taux\_** Le point de départ de notre allocation est un changement de régime sur les taux. L'inflation soutenue a poussé les points morts à la hausse, tandis que les anticipations de politique monétaire ont fait grimper les taux réels. Il en résulte

une hausse généralisée des rendements obligataires. Pour de nombreux investisseurs institutionnels, les obligations sont désormais susceptibles d'offrir des rendements attendus conformes aux objectifs de moyen terme. Le TINA ("There Is No Alternative") ne prévaut plus et cette nouvelle donne devrait se refléter dans les flux de capitaux au cours de l'année.

**Aplatissement\_** Au-delà de la vue directionnelle sur les taux, un aplatissement significatif a eu lieu aux États-Unis (Figure 3). Nous pensons que cela va se poursuivre dans les mois à venir et nous mettons en garde les investisseurs contre le risque de prendre le contre-pied. En fait, nous pensons que les taux pourraient augmenter légèrement dans les semaines à venir, mais que des positions longues sur la duration pourraient être de plus en plus intéressantes une fois que l'inflation aura atteint son pic.

**Valeur dans le crédit\_** Les opportunités sont également présentes dans le crédit. Après le récent épisode d'aversion au risque, le crédit est resté à la traîne des actions et a ramené nos scores de valorisation relative en territoire neutre (Figure 4). Cela justifie notre surpondération relative de l'obligataire. Selon nous, les risques de défaut restent faibles cette année, et le positionnement a été remarquablement assaini depuis le début de l'année. Nos segments préférés sont l'euro Investment Grade et le crédit financier, où les rendements ont atteint des niveaux attractifs malgré une exposition à la Russie gérable.

**Figure 4 : Le crédit devient attractif par rapport aux actions**



Source : MSCI, BofA, SILEX - mars 2022

**Questionner les bénéfiques\_** Concernant les actions, le marché semble être guidé par les gros titres et les flux. Comme expliqué précédemment, les investisseurs sont désormais positionnés pour une désescalade et nous considérons que le scénario est asymétrique. La bonne nouvelle est que l'ajustement des multiples a eu lieu à un rythme soutenu depuis le début de l'année, grâce à la normalisation de politique monétaire qui est maintenant derrière nous. A l'avenir, l'incertitude s'est déplacée vers les bénéfiques. Pour l'instant, les prévisions de bénéfiques n'ont pas baissé et le consensus prévoit toujours une croissance solide des bénéfiques cette année (9% aux États-Unis, 8% en zone euro). Nous pensons que les risques sont également asymétriques, notamment si la croissance économique commence à ralentir.

**Dispersion\_** La volatilité des actions a également entraîné une dispersion importante entre les régions et les segments. Dans la conjoncture actuelle, malgré notre prudence sur la classe d'actifs, nous voyons des opportunités dans plusieurs domaines. D'abord, la pression sur les prix agricoles est un sujet majeur. Comme tout ce qui touche à l'alimentation, d'importantes ramifications vont émerger dans le monde entier. La pression pour une agriculture alternative sera forte dans les mois à venir et l'agritech devrait en bénéficier. Deuxièmement, la dépendance énergétique à la Russie devra être rapidement réduite en Europe. L'Allemagne s'est déjà tournée vers le Qatar. Cela se combine aux objectifs liés au changement climatique pour soutenir et stimuler les projets d'investissement et les flux de capitaux vers les énergies propres. Après la correction des prix à laquelle nous avons assisté, cela semble intéressant. Troisièmement, la cybersécurité est également susceptible de bénéficier de la persistance des sanctions et de l'intensification de la cyberguerre de la Russie contre l'Occident.

**Discount chinois\_** Au niveau géographique, l'opportunité se trouve en Chine. Bien que nous soyons revenus trop tôt dans le trade en fin d'année dernière, l'intervention récente du gouvernement montre que nous avons atteint le put de politique économique. Les géants de la tech ont suffisamment souffert,

annonçant récemment d'importants plans de licenciements. Le risque de delisting américain est en fait susceptible d'accélérer le soutien des autorités chinoises, qui ont besoin de leurs champions nationaux dans la guerre technologique contre les États-Unis. Les valorisations sont également très attractives, la décote des actions chinoises par rapport aux États-Unis étant la plus importante depuis 2000 (*Figure 5*).

**Figure 5 : Discount chinois**



Source : MSCI, IBES, SILEX - mars 2022

**Destination 150 dollars ?\_** Nous avons anticipé des prix du pétrole à 100 dollars le baril le mois dernier, mais ce n'était clairement pas assez ambitieux. La guerre en Ukraine a mis à nu les contraintes d'approvisionnement dues à des années de sous-investissement depuis 2014. La guerre constitue un choc d'offre négatif et aucun producteur, sauf peut-être l'Arabie Saoudite et les Émirats Arabes Unis, ne peut le compenser à court terme. Malheureusement, tous deux ont clairement indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention de rompre la cohésion de l'OPEP et préfèrent maintenir leur neutralité vis-à-vis de la Russie. Le résultat est un marché pétrolier durablement tendu, où le ratio stocks/consommation est à son plus bas niveau depuis dix ans (*Figure 6*). Nous constatons de plus en plus la nécessité d'une hausse des prix des matières premières, soit pour stimuler les investissements et l'offre, soit pour détruire de la demande. Ironiquement, l'impulsion politique visant à réduire les besoins en énergie carbonée ne fera qu'exercer une pression sur les prix des métaux, qui sont des composants essentiels de l'électrification.

**Figure 6 : Tendu sur le pétrole**

**OECD crude oil inventory to consumption ratio**



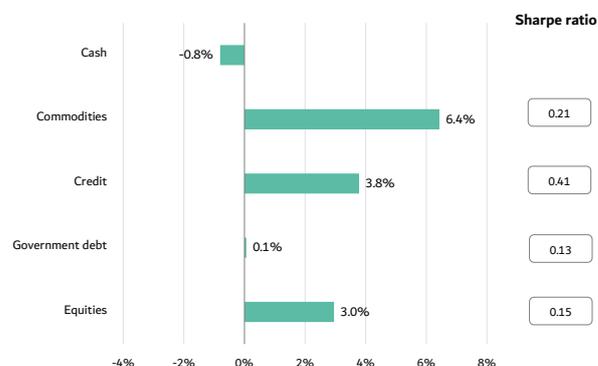
Source : AIE, SILEX - mars 2022

**En bref\_** Notre allocation SPARK affiche des rendements espérés positifs dans toutes les classes d'actifs pour la première fois depuis longtemps (Figure 7). La plus forte hausse se situe sur les matières premières, mais elle est associée à une volatilité

importante. Le meilleur ratio de Sharpe se trouve dans le crédit et invite à saisir l'opportunité de l'écartement des spreads. Les actions semblent moins attractives sur une base relative, ce qui justifie notre position plus prudente depuis début mars.

**Figure 6 : Rendements espérés SPARK et ratios de Sharpe**

**SILEX 12-month cross-asset expected returns**



Source : SILEX. Investisseurs en base euro – mars 2022

## ANNEXE

### SILEX Allocation Multi-Actifs

Marché	Rationnel	Allocation
		<div style="display: flex; justify-content: space-between; font-size: small;"> <span>Très négatif</span> <span>Négatif</span> <span>Neutre</span> <span>Positif</span> <span>Très positif</span> </div>
<b>Obligations</b>	Nous restons surpondérés et voyons des opportunités dans le crédit de qualité, les financières et, tactiquement, sur la durée.	
<b>Actions</b>	Les risques se sont déplacés des multiples aux bénéfiques, mais le scénario est asymétrique. La dispersion est élevée au sein du marché, et certains segments sont attractifs.	
<b>Matières premières</b>	Les fondamentaux sont solides pour la plupart des matières premières. L'or semble reposer sur des bases plus solides après la hausse des taux.	
<b>Convertibles</b>	L'achat de convexité est logique dans un environnement où les investisseurs veulent une exposition aux actions avec moins de risque.	
<b>Liquidités</b>	Nous réduisons les liquidités pour acheter le crédit sur les points de faiblesse.	

# SILEX Allocation Obligataire

Marché	Rationnel	Allocation
		Très négatif    Négatif    Neutre    Positif    Très positif
<b>Obligations d'Etat Euro</b>	Les taux européens intègrent maintenant un resserrement maximum de la BCE. Le principal risque réside dans les spreads périphériques.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Partie courte</li> <li>Partie longue</li> </ul>
<b>Obligations d'Etat US</b>	Le court est neutre et reflétera la politique monétaire de cette année. La partie longue semble attractive à court terme. Nous regardons la courbe avec un biais à l'aplatissement.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Partie courte</li> <li>Partie longue</li> </ul>
<b>Crédit IG Euro</b>	L'écartement récent crée une opportunité grâce à la recherche de rendement, la préférence pour la liquidité et la demande institutionnelle.	
<b>Crédit IG US</b>	Les spreads se sont écartés mais l'opportunité est moins claire qu'en Europe. Préférence pour les noms de qualité ou de réouverture.	
<b>Crédit HY Euro</b>	Le risque cyclique est en hausse, même si les défauts semblent devoir rester faibles cette année. La demande est susceptible de revenir à l'IG par rapport au HY après la fin de l'assouplissement quantitatif de la BCE.	
<b>Crédit HY US</b>	Préférence pour les obligations à taux variable ou de maturité courte. Les émissions sont encore fortes mais bien digérées pour l'instant, les fondamentaux étant pour la plupart sains.	
<b>Dettes Euro Financière Subordonnée</b>	Les métriques de crédit semblent très solides, et le risque russe gérable. Le récent écartement semble excessif, notamment par rapport aux actions bancaires.	
<b>Dettes émergentes</b>	Le dollar américain présente toujours un risque en cas de resserrement excessif de la politique monétaire de la Fed. Le crédit chinois reste très incertain.	

# SILEX Allocation Actions

Marché	Rationnel	Allocation
		<div style="display: flex; justify-content: space-between; width: 100%;"> <span>Très négatif</span> <span>Négatif</span> <span>Neutre</span> <span>Positif</span> <span>Très positif</span> </div>
<b>États-Unis</b>	Plus de risques liés à la politique monétaire, mais moins de risques liés aux bénéfices et à la géopolitique.	
<b>Europe</b>	Risque/rendement asymétrique à court terme. Un risque de dégradation générale des bénéfices au cours des prochains mois.	
<b>Japon</b>	L'absence de catalyste, les impulsions politiques décevantes et l'affaiblissement de la dynamique cyclique rendent les perspectives moins favorables en termes relatifs.	
<b>Chine</b>	Le fonds d'État chinois qui achètent des actions, ainsi que l'assouplissement coordonné des politiques, donnent le signal du retour.	
<b>Marchés émergents</b>	L'exposition aux matières premières est intéressante, mais l'Europe de l'Est constitue un risque majeur.	
Styles & thématiques	Rationnel	Allocation
		<div style="display: flex; justify-content: space-between; width: 100%;"> <span>Très négatif</span> <span>Négatif</span> <span>Neutre</span> <span>Positif</span> <span>Très positif</span> </div>
<b>Cybersécurité</b>	L'attention revient sur les cyberguerres et la nécessité d'investir dans la sécurité. Un bon point d'entrée après la correction de l'année passée.	
<b>Energies propres</b>	La nécessité de réduire la dépendance au pétrole et au gaz n'a jamais été aussi claire. Une forte impulsion à prévoir des politiques et des capitaux privés.	
<b>Agritech</b>	Les pénuries alimentaires vont s'intensifier et certaines entreprises moins dépendantes des engrais en profiteront.	



Texte achevé de rédiger le 22 mars 2022.

#### 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](http://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.