

Découvrez nos —

Perspectives

de marché

2022



L'allocation d'actifs
à nouveau
en ligne de mire suite
à la dissipation de
l'euphorie post-Covid

Comprendre vos objectifs. Répondre à vos besoins. Gestion active de vos investissements avec une expertise institutionnelle.

Nous sommes là pour vous aider à protéger, faire fructifier et transmettre votre capital, en lui donnant du sens. Nous avons fondé Syz afin d'offrir une alternative aux banques privées suisses traditionnelles. Chez nous, pas de secret ni de pression pour acheter. Nous œuvrons à vous poser les bonnes questions et être à votre écoute, afin de générer pour vous des performances robustes dans le cadre d'un service irréprochable. Avec Syz, investissez dans le futur et mettez votre capital au travail pour les jours, les décennies et les générations à venir...

Perspectives de marché 2022

Table des matières

Introduction : Boucle d'Or face aux trois ours	05
Points de vue macroéconomiques : Normalisation en vue	07
Allocation d'actifs : Approche tactique de la construction de portefeuille	11
Actions : Retour à la sélection des titres	13
Obligations : Agilité toujours de mise	15
Marchés privés : Dérivé des marchés cotés ou véritable alternative ?	17
Hedge funds : Nouvelles opportunités en Chine	19
Trading : Effervescence plutôt qu'exubérance	21



Introduction : Goldilocks face aux trois ours

2021 restera gravée dans les mémoires à de nombreux égards comme une année extraordinaire pour les actifs risqués et pour l'économie mondiale. À l'heure où nous écrivons, les actions, l'immobilier et les crypto-devises tutoient des sommets, tandis que les prix de l'énergie, de l'alimentation et des métaux industriels ne cessent de grimper. L'inflation américaine atteint son plus haut niveau depuis 30 ans, sur fond d'envolée des créations d'emplois et des salaires.

À la surprise générale, ce climat au beau fixe n'a pas tempéré l'hyperactivité des banques centrales et des gouvernements. La Réserve fédérale maintient ses taux d'intérêt à 0 % et poursuit l'expansion de son bilan : depuis 2020, la masse monétaire américaine s'est accrue de presque 40 %, soit sa plus forte hausse en 2 ans. Le gouvernement des États-Unis continue d'emprunter et de dépenser des milliers de milliards de dollars malgré la menace du plafond de la dette. La plupart des pays développés et des banques centrales en font d'ailleurs de même, au travers de l'expansion de leur base monétaire, des mesures de relance et du creusement ininterrompu de leur dette.

À la veille d'une nouvelle année, les investisseurs peuvent se demander si l'atmosphère de conte de fées qui règne sur les marchés et les économies depuis le deuxième trimestre 2020 va demeurer en place. L'équilibre actuel paraît plutôt précaire. L'économie mondiale devrait éviter la surchauffe et éviter ainsi de relever les taux directeurs, tout en étant quand même assez vigoureuse pour ne pas susciter de craintes de récession.

Selon nous, les pires inquiétudes concernant la stagflation sont largement intégrées dans les prix du marché. En 2022, nous prévoyons une croissance économique plus lente, mais toujours supérieure au rythme tendanciel. Paradoxalement, certaines surprises négatives au niveau de l'économie pourraient être favorables aux investisseurs. Même si l'inflation risque de demeurer élevée quelque temps, la croissance inférieure aux attentes permettra aux banques centrales de maintenir des taux d'intérêt faibles en 2022, ce qui profitera aux actifs risqués. Par ailleurs, la dynamique de la croissance des bénéfices devrait aussi continuer de soutenir les actions mondiales.

Ce scénario à la « Boucle d'Or » implique une préférence pour la surpondération des actifs risqués. Toutefois, la volatilité pourrait s'accroître l'an prochain sous l'effet de certains risques baissiers, que nous appelons « les trois ours » : chacun d'entre eux est susceptible à lui seul de causer un important repli des marchés.

Le premier « ours » est la Chine, qui devrait poursuivre sur la voie de la répression réglementaire en 2022. D'autre part, nous ne pensons pas que les autorités chinoises aient une quelconque intention de mettre en œuvre une nouvelle

accélération de la croissance. L'économie chinoise pourrait donc continuer de décevoir l'an prochain et de freiner la croissance mondiale, dans des proportions peut-être un peu plus importantes que prévu. L'effet retardé du désendettement à l'œuvre dans certains pans de l'économie, par exemple l'immobilier, crée également un risque élevé pour les marchés.

Le deuxième « ours » est le risque d'une inflation obstinément élevée. En 2021, les contraintes sur l'offre et les pénuries de main d'œuvre ont tiré les anticipations d'inflation à des niveaux importants. Une inflation persistante contribuerait à miner le pouvoir d'achat et le moral des consommateurs. S'il est vrai que les révisions à la baisse des perspectives de croissance et la normalisation de la production réduisent le risque de pic d'inflation en 2022, plus longtemps l'inflation reste élevée, plus elle s'auto-entretient et crée des risques pour la reprise économique mondiale.

Le troisième « ours » est la possibilité d'une erreur politique. Comme nous ne savons tous, le marché haussier actuel des actions demeure (dans une certaine mesure) tributaire des politiques monétaires et budgétaires. Les banques centrales durcissent légèrement le ton et les mesures de politique budgétaire deviennent peu à peu plus restrictives. Certes, le marché devrait être en capacité d'absorber un ajustement modeste et graduel de la politique monétaire, mais dans le contexte actuel, la marge d'erreur de communication est faible. Un risque de déception existe également sur le front budgétaire, soumis à la menace grandissante d'un nouveau plafond de la dette aux États-Unis.

Nous avons toujours la conviction que notre approche d'investissement rigoureuse et agile portera ses fruits et permettra à nos clients d'atteindre leurs objectifs de rendement ajustés des risques. De plus, la liquidité abondante et les « perturbations créatrices » qui caractérisent l'environnement macroéconomique actuel créent d'excellentes opportunités d'investissement, sur au moins deux niveaux. Premièrement, notre monde traverse une période extraordinaire d'innovation, entre autres dans les domaines de la technologie, de la santé et de la transition énergétique. Ce phénomène, qui bouscule de nombreuses industries et sociétés, fera des gagnants et des perdants. Le deuxième domaine d'opportunités est lié aux dislocations des marchés. Un levier financier considérable, des anticipations trop optimistes et la cherté des valorisations risquent d'entraîner de la volatilité, avec à la clé des ventes forcées, ce qui générera alors des opportunités d'alpha exceptionnelles pour les investisseurs avisés.

Nous vous souhaitons une heureuse année et sommes impatients de poursuivre cette discussion avec vous en 2022.

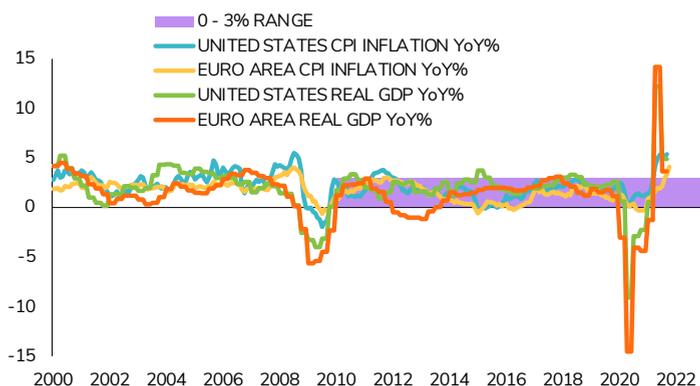


Points de vue macroéconomiques : Normalisation en vue

En deux ans, la pandémie de Covid a renversé de nombreuses croyances qui paraissaient indétrônables, et le domaine de la recherche macroéconomique n'a pas été épargné. Plusieurs séries de données économiques ont atteint des niveaux jusqu'alors inconcevables : variations supérieures à 10 % de la consommation ou de la production industrielle, à la baisse puis à la hausse, évolution mensuelle de l'emploi se mesurant en millions, sans parler des fluctuations des prix de l'énergie, depuis le pétrole, dont le cours a été négatif en 2020, jusqu'au gaz naturel qui s'est envolé en 2021.

La reprise a été vigoureuse en 2021. Les mesures de relance massives déployées par les banques centrales et les gouvernements ont libéré une demande sans précédent dès que les campagnes de vaccination ont permis la réouverture des économies. Conçues pour des ajustements en flux tendus, les chaînes d'approvisionnement n'ont pas pu couvrir cet accroissement soudain de la demande, ce qui a tiré les prix à la hausse et ravivé les craintes d'inflation. L'ampleur des augmentations de prix et la menace de leur impact négatif sur le pouvoir d'achat et la consommation en 2022 ont même ramené à la vie un mot qui, pour la plupart des économistes en fonction en 2021, ne figurait que dans les manuels d'histoire de l'économie : la stagflation. D'un point de vue économique, les deux années qui viennent de

Real GDP growth and inflation will converge toward their pre-Covid range after the fluctuations of the past two years



Source: Banque Syz, Factset

s'écouler ont été aussi « anormales » qu'on peut se le figurer, mais pour ce qui concerne 2022, nous pensons que la conjoncture va globalement se rapprocher des tendances qui prévalaient avant la crise sanitaire. La plupart des tendances structurelles à l'œuvre au cours des 10 dernières années n'ont en réalité pas été altérées par la pandémie et demeurent déterminantes pour les perspectives économiques mondiales. La croissance démographique continue de ralentir. La technologie se répand chaque jour un peu plus dans nos vies et continue d'exercer des pressions baissières sur les prix de nombreux produits. Le creusement perpétuel de la dette atténué encore et toujours l'amplitude des cycles économiques. En 2022, plusieurs mesures adoptées pour faire face à la crise seront progressivement retirées, alors que l'impact du redémarrage de l'économie et des ruptures va peu à peu se dissiper. Les conditions macroéconomiques, à cet égard, devraient devenir de plus en plus « normales » après deux années très exceptionnelles.

Des incertitudes persistent en ce qui concerne les impacts à long terme de la pandémie sur les tendances économiques ; pour autant, nous abordons 2022 forts de trois convictions.

1. La croissance économique mondiale restera soutenue et supérieure au rythme tendanciel

La reprise fulgurante de 2021 avait un caractère exceptionnel. Par conséquent, la croissance du PIB aura probablement tendance à renouer avec des niveaux plus soutenables en 2022. Pour autant, la dynamique de l'économie devrait rester soutenue dans les pays développés. Les améliorations continues sur le front de l'emploi, le rattrapage du retard pris dans les investissements des entreprises, le rebond des secteurs les plus affaiblis par la crise sanitaire et les conditions financières toujours accommodantes favoriseront des taux de croissance du PIB largement supérieurs au potentiel à long terme.

C'est pourquoi les craintes de stagnation mondiale sont largement exagérées. Parmi les grandes économies, la Chine est celle qui risque le plus d'expérimenter certains secteurs et le resserrement de la distribution de crédit. Le gouvernement chinois dispose

cependant des ressources nécessaires pour ajuster son soutien et sera probablement en mesure d'empêcher un ralentissement trop prononcé de la deuxième plus grande économie mondiale.

2. Un ralentissement de l'inflation est à prévoir dans le sillage de la dissipation de l'impact du choc de 2021 sur l'offre et la demande

Commençons par quelques informations à propos du sujet le plus débattu en 2021 sur les marchés financiers :

Information n°1 : L'inflation, telle que la désignent les banques centrales et les marchés financiers, correspond à la variation de tout prix ou panier de prix donné pendant les 12 derniers mois écoulés.

Information n°2 : L'inflation et les anticipations d'inflation se sont nettement accrues en 2021 dans la plupart des économies développées, pour s'établir à des sommets sur plusieurs années, voire parfois sur plusieurs dizaines d'années.

Information n°3 : La vitesse de cette hausse de l'inflation résulte essentiellement de la rapidité et de la vigueur de la reprise économique (effets de base, chocs combinés sur l'offre et la demande).

Information n°4 : Après les hausses enregistrées en 2021, si tous les prix se maintenaient aux mêmes niveaux élevés l'an prochain, l'inflation s'élèverait à zéro fin 2022 (par définition). Si les prix, en revanche, baissent légèrement par rapport aux niveaux actuels, dans un an, l'inflation sera négative.

Information n°5 : Pour que le taux d'inflation soit aussi élevé qu'aujourd'hui, l'an prochain, les prix des biens et services devront augmenter dans les mêmes proportions qu'en 2021. S'ils continuent à progresser, mais à un rythme moitié moins important, l'inflation en 2022 sera deux fois moins forte que cette année.

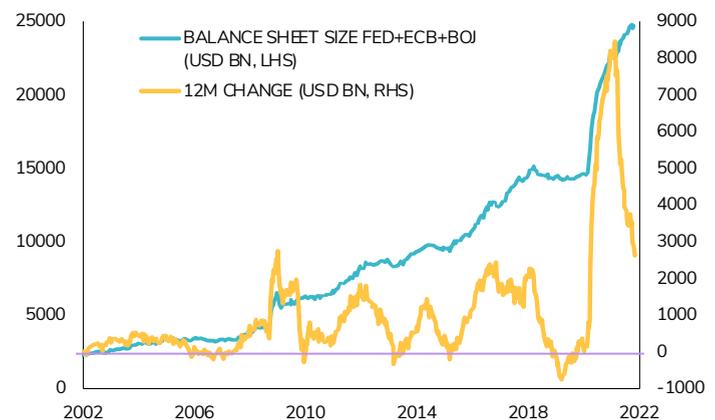
Au regard de ces quelques informations, nous pensons que les inquiétudes entourant l'inflation vont se dissiper en 2022. Les effets de base sur les chiffres de l'inflation à 12 mois vont disparaître. Les

tensions haussières créées par l'envolée de la demande disparaîtront alors que les habitudes de consommation vont se normaliser. Les tensions haussières sur les prix causées par les problèmes de chaînes d'approvisionnement et les goulets d'étranglement à la livraison devraient se dissiper à mesure que les capacités s'ajusteront et que les retards de commande se réduiront.

Ces facteurs devraient par ailleurs guider la tendance des prix de l'énergie et empêcher la poursuite de l'envolée brutale de 2021, pour autant que l'offre ne soit pas trop conditionnée par le contexte géopolitique.

Dans ce contexte, les taux d'inflation devraient ralentir dans les pays développés et se rapprocher des objectifs des banques centrales (2 % dans la plupart des cas) d'ici la fin de l'an prochain. La dynamique de l'inflation dans les pays émergents risque d'être plus dispersée en fonction de facteurs locaux, comme les agendas de politique intérieure ou les fluctuations des taux de change.

Après le gonflement lié à la crise sanitaire, l'expansion des bilans des banques centrales va peu à peu cesser. Mais aucune réduction de leur taille n'est à prévoir pour l'instant !



Source: Banque Syz, Factset

Une spirale d'inflation comme dans les années 1970 nous paraît hautement improbable, sauf si les salaires commencent à être indexés sur l'inflation afin de préserver le pouvoir d'achat des ménages en dépit de la hausse des prix nominaux. Par conséquent, la tendance des salaires en 2022 jouera un rôle déterminant pour les perspectives d'inflation. Toutefois, ce risque est faible en raison de l'expiration à venir des mesures d'urgence mises en place par les gouvernements pour les sans-emploi et de la normalisation des conditions du marché du travail. De plus, les revalorisations salariales de 2021 relèvent probablement plus d'un phénomène exceptionnel de reprise que du début d'une nouvelle tendance.

3. Malgré le retrait progressif des aides des banques centrales et des gouvernements, leur soutien restera crucial pour l'activité économique

L'intervention rapide, décisive et coordonnée des banques centrales et des gouvernements pendant la crise sanitaire a été déterminante, et ce à de nombreux égards. Ces mesures ont permis d'atténuer l'impact du choc à court terme et ont limité la destruction des capacités de production qui aurait pu nuire aux perspectives de croissance à moyen terme. Pour finir, ces mesures d'aide ont fabriqué une reprise économique en « suralimentation » dès lors que la majorité des activités ont pu repartir. L'ampleur des injections de liquidités, des mesures d'assouplissement monétaire et des dépenses budgétaires a atteint des niveaux sans précédent face à un choc économique inégalé.

Le fait que les perturbations dues à la pandémie s'estompent et que les conditions économiques se normalisent progressivement justifie tout à fait un démantèlement des mesures exceptionnelles de politique monétaire et budgétaire, comme c'est effectivement le cas depuis cette année. En tête du « cycle » Covid, la Chine a été la première grande économie à normaliser sa croissance du crédit. La même tendance devrait s'observer l'an prochain au niveau des aides budgétaires des pays développés : les dépenses publiques

baisseront tandis que la consommation privée et l'investissement continueront de se redresser. La normalisation va également s'opérer du côté des politiques monétaires, avec un retrait progressif des injections de liquidités des banques centrales. Des relèvements des taux à court terme sont même envisageables dans les économies anglo-saxonnes, tout en demeurant dans une perspective lointaine dans la zone euro, en Suisse et au Japon.

Il est important de ne pas confondre le démantèlement progressif de mesures budgétaires et monétaires ultra-expansionnistes avec une politique restrictive classique. Les conditions financières resteront très accommodantes en 2022 et continueront de soutenir la croissance économique, même avec moins d'injections de liquidités et des taux potentiellement un peu plus élevés. En réalité, le niveau des taux d'intérêt réels en USD, en EUR, en CHF ou en GBP sera toujours négatif et procurera donc toujours un environnement de financement très attractif pour les entreprises, les ménages et les gouvernements. Si le risque d'erreur politique ne peut être écarté, les banques centrales demeurent attentives aux risques baissiers pour les perspectives économiques et n'agiront probablement pas dans la hâte, sauf en cas d'inflation obstinément élevée. Les politiques économiques devraient demeurer très favorables à la croissance économique en 2022 et pourraient même inclure, s'il le faut, de nouveaux dispositifs d'assouplissement en Chine.

2022 sera selon nous l'année de la « normalisation », après 24 mois où l'économie mondiale a connu une volatilité exceptionnelle. C'est une bonne nouvelle, au sens où celle-ci implique une résolution de la crise sanitaire, la hausse de l'emploi, une inflation plus modeste, une baisse des déficits publics et des mesures de politique plus conventionnelles de la part des banques centrales. Mais il y a un revers de la médaille, car cela implique également le retour des conditions de « croissance et inflation faibles/dette élevée » qui prévalaient avant l'arrivée du Covid.



Allocation d'actifs : Approche tactique de la construction de portefeuille

Pour 2022, conformément à notre style d'investissement à long terme, nous privilégions une approche tactique fondée sur des convictions structurelles.

En vertu de nos perspectives macroéconomiques, nous maintenons une préférence pour les actions dans notre allocation d'actifs, car les marchés devraient être soutenus par la dynamique robuste des bénéfices des entreprises. Malgré des valorisations parfois problématiques, les actions demeurent la classe d'actifs la plus intéressante grâce aux solides perspectives de la croissance économique et à la faiblesse des taux d'intérêt. L'expansion forte des bénéfices devrait permettre de compenser largement la normalisation progressive des politiques monétaires et budgétaires. En termes de secteurs, nous continuons de privilégier les actions de croissance de qualité dans les technologies de l'information, la consommation discrétionnaire et la santé. D'un point de vue tactique, au regard du contexte actuel, nous adoptons des expositions sélectives dans les secteurs cycliques, par exemple à des sociétés liées aux matériaux et à l'industrie.

En ce qui concerne l'allocation obligatoire au sein d'un portefeuille, nous abordons 2022 avec prudence, à la fois en ce qui concerne les risques de taux et de spread. Par conséquent, nous faisons le choix d'une exposition « échelonnée » combinant des obligations émergentes à court terme et un positionnement structurel sur le crédit investment grade à moyen terme. Compte tenu de notre avis positif sur les actions, nous avons également quelques expositions à des obligations convertibles, susceptibles d'offrir une optionnalité intéressante. Après une année très difficile, nous estimons que 2022 devrait être plus favorable aux investisseurs obligataires, et nous sommes prêts à augmenter notre exposition à la durée dès lors que nous aurons plus de visibilité sur la trajectoire de normalisation des politiques monétaires. Toutefois, rien ne presse, car un risque de creusement des spreads demeure, tout comme celui de hausse des taux.

Parmi les positions décorrélées, nous considérons que les actifs réels, comme l'or et les matières premières, présentent un profil de rendement/risque attractif dans l'environnement de marché escompté pour 2022.

Enfin, les principaux risques pour l'année prochaine ont trait au démantèlement des aides des banques centrales et des gouvernements dans un contexte de valorisations élevées, ce qui devra inciter à la prudence et à la sélectivité dans la taille et la composition d'une allocation aux actions. Sur un marché qui sera probablement plus volatil, nous recommandons de maintenir une approche tactique, en particulier à l'aide de stratégies d'options, afin de couvrir partiellement les portefeuilles. Cette optionnalité devrait normalement garantir des performances asymétriques.



Actions : Retour à la sélection des titres

Début 2021, nous avions prévu que les secteurs les plus sanctionnés comme l'énergie, les banques, les voyages et les loisirs, allaient rattraper le reste du marché dans la perspective de l'efficacité des vaccins. Une série d'indicateurs d'activité, notamment liés à la mobilité, au trafic aérien et aux dépenses de consommation, montre que la normalisation de l'économie est en bonne voie. Toutefois, des inégalités persistent avant que la reprise soit pleine et entière, avec des disparités en fonction des régions et des secteurs.

Plusieurs secteurs parmi les plus performants en 2021, aux États-Unis par exemple, avaient été durement sanctionnés par les marchés actions en 2020. Les valeurs liées à l'énergie et aux banques ont ainsi plus que doublé leur performance en un an et se situent désormais au-dessus de leurs niveaux pré-Covid. Par ailleurs, certains titres qui s'étaient illustrés en 2020 à la faveur des confinements et de l'économie du télétravail ont traversé des difficultés en 2021. Ainsi, des entreprises comme le géant du e-commerce Amazon, le leader des vidéoconférences Zoom ou le fabricant de matériel de sport à domicile Peloton ont toutes été victimes d'un revirement des comportements de consommation en 2021. Comme on le comprend, les acheteurs ont apprécié de se rendre à nouveau dans de vrais magasins, les employés ont retrouvé les avantages des réunions en personne et les cyclistes et coureurs ont renoué avec plaisir avec les dimensions plus sociales de leur activité sportive.

Comme en 2021, l'environnement macroéconomique devrait rester favorable aux actions l'année prochaine. La classe d'actifs devrait être portée par la faiblesse des taux d'intérêt, la croissance économique modeste, mais néanmoins positive, et l'abondance de liquidités à disposition.

À l'aube de 2022, la principale question en matière d'allocation sectorielle sera de savoir si certains secteurs continueront de rattraper leur retard, ou si des entreprises à plus forte croissance vont revenir en tête de la course. Selon nous, 2022 sera propice aux sociétés capables de croître, indépendamment de l'expansion du PIB au sens large. Ces sociétés se situent parmi les acteurs traditionnels du secteur technologique, les technologies de cloud et de semi-conducteurs ou les logiciels-en-tant-que-service (SaaS), mais également au sein de domaines d'innovation plus pointus liés à la santé et aux transports, par exemple.

Après les dislocations généralisées de 2020, les investisseurs ont bien vu, l'an dernier, à quel point pouvaient être douloureuses les dislocations locales et sectorielles. Des mesures difficiles ont été imposées en Chine dans certains secteurs, comme l'aide aux devoirs et les technologies, coûtant à de nombreuses sociétés la moitié de leur valorisation en quelques semaines.

Les dislocations peuvent néanmoins offrir des opportunités tactiques. Si, par définition, une dislocation est un phénomène imprévu, nous pensons qu'une inflation obstinément élevée (ce qui ne correspond pas à notre scénario principal) aurait des conséquences inégales en fonction des entreprises. La bonne nouvelle est que la majorité de celles que nous privilégions sont celles qui fixent les prix, et non qui les subissent. Autrement dit, elles disposent d'un pouvoir de tarification et sont en mesure de transférer à leurs clients les hausses de leurs coûts, car leurs biens et services sont rarement proposés ailleurs. La rareté des matériaux et du savoir-faire sont des sources d'opportunités d'investissement.

2022 devrait procurer, selon nous, des conditions propices à la sélection des titres en raison de l'attention accrue qui sera de nouveau portée à la croissance des bénéficiaires. En 2021, la déferlante de la reprise avait soutenu indifféremment tous les titres, mais avec aujourd'hui des valorisations relativement élevées, les investisseurs auront moins de marge de sécurité en 2022 et devront choisir des entreprises qui ne les décevront pas.

that we favor are price givers, not price takers. In other words, they enjoy pricing power and are able to transfer higher costs onto their customers. Indeed, they offer services or goods that few others can. Scarcity of materials and know-how both offer investment opportunities.

We believe that 2022 should prove a sound environment for stock pickers as earnings take center stage again. In 2021, the recovery's rising tide lifted all boats but with markets at relatively high valuations, investors in 2022 have a narrower margin of safety and must select companies that won't disappoint.

Performances au 2nd semestre 2021	Prévisions 2022
Les marchés développés devant les marchés émergents	Les marchés développés devraient devancer les actions des pays émergents
Les valeurs cycliques ont surperformé les secteurs défensifs	Surperformance tactique des secteurs cycliques



Obligations : Agilité toujours de mise

En 2021, l'inflation s'est envolée dans des proportions plus importantes et pour une durée plus longue que ne le prévoyaient les investisseurs. Qu'en sera-t-il de 2022 ? Deux facteurs expliquant la hausse de l'inflation en 2021 disparaîtront l'an prochain, à savoir un niveau de départ très faible et la présence de tensions simultanées sur l'offre et la demande. En principe, les cycles d'inflation s'accompagnent d'une demande soutenue, comme on l'a vu en 2021, mais celle-ci devrait s'infléchir dans les prochains mois. La demande restera élevée, exerçant cependant moins de tensions sur les coûts à la production. Par ailleurs, la confiance des ménages demeure inférieure aux niveaux de 2017-2019. Le principal risque de notre scénario de base est celui de tensions inflationnistes salariales. Soulignons toutefois que les syndicats n'ont plus autant de poids qu'avant et que la pandémie a contribué à accélérer la transition numérique.

Le risque d'erreur de politique monétaire ou budgétaire, ou de changement de cap abrupt, est également important, surtout pour les émetteurs de faible qualité. Le taux de défaut de 2021 était très faible, grâce aux aides publiques et aux moratoires. Un retrait soudain de ces aides risquerait de nuire aux entreprises très endettées, principalement dans les secteurs notés B et CCC.

Enfin, les réformes réglementaires en Chine, que ce soit dans les secteurs des technologies, de l'enseignement ou de l'immobilier, devraient procurer plus d'opportunités que de risque pour les obligations. L'entrée des emprunts d'État de la Chine dans l'indice World Governments Bond Index (WGBI) depuis octobre devrait par ailleurs attirer des capitaux sur le marché chinois en augmentant de presque 50 % le rythme des achats mensuels d'investisseurs étrangers. Naturellement, la sélectivité et la qualité élevée du crédit resteront indispensables.

Dans ce cadre, quelles sont nos préférences pour 2022 ? Nous identifions toujours un potentiel de création de valeur au niveau de la dette subordonnée et des obligations convertibles.

Ces deux classes d'actifs ont surperformé l'ensemble du marché obligataire cette année et nous pensons que cette tendance va se poursuivre. Leurs valorisations sont en outre inférieures aux pics historiques, en particulier celles des obligations convertibles asiatiques.

Nous continuons de préférer le crédit investment grade aux titres à haut rendement. Les valorisations du crédit high yield semblent anticiper des conditions trop favorables et sont exposées au rendant celle-ci plus attractive. De plus, les pays développés ont peu de chances d'engager un cycle prolongé de resserrement monétaire, car dans la plupart d'entre eux, les banques centrales n'auront pas la capacité d'atteindre leur taux de financement neutre sans porter préjudice à l'économie. C'est là un retour à la normale, après une situation unique dans toute l'histoire moderne.

Qu'en sera-t-il des emprunts d'État ? Dans un portefeuille équilibré, ceux-ci continuent d'apporter de la diversification et servent de valeurs refuges en cas de repli soudain des marchés actions.

Les obligations émises par les pays périphériques nous inspirent également confiance, mais avec une légère circonspection en raison de leur plus grande volatilité.

Pour finir, nous maintenons une approche sélective sur les marchés émergents. 2021 a été une année éprouvante pour les investissements en obligations émergentes, mais les valorisations se sont améliorées et paraissent désormais plus intéressantes que celles d'autres segments. Plusieurs banques centrales de pays émergents ont par ailleurs bien entamé le resserrement de leur politique monétaire, ce qui pourrait déstabiliser le marché obligataire à court terme et créer des opportunités pour les investisseurs sélectifs et patients. Certaines sont déjà apparues, comme dans l'immobilier chinois, et devraient porter leurs fruits à moyen terme. Ainsi, les mouvements de panique généralisés ont ménagé d'excellentes occasions de générer des performances positives en 2022.

En résumé, la volatilité devrait rester élevée pour les taux et s'accroître au niveau des spreads de crédit. Les obligations sont toujours attractives en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt, si tant est que les investisseurs ne se limitent pas à une approche « buy-and-hold » et privilégient l'agilité pour exploiter les opportunités qui se présenteront.

monetary policy, which may destabilize the bond market in the short term, creating opportunities for selective and patient investors. Opportunities have already been taken, such as in Chinese real estate, and should pay off in the medium term; the wide-spread panic created great opportunities to generate positive performance in 2022.

In sum, volatility should remain high for rates and increase for credit spreads. Despite the low interest rate environment, bonds remain attractive, as long as investors do not limit themselves to a buy-and-hold approach, but remain agile and seize opportunities.

Performances au 2nd semestre 2021	Prévisions 2022
Les obligations subordonnées font partie des plus performantes du marché	Valorisation attractive des obligations subordonnées
Le haut rendement a surperformé mais les spreads sont très chers	Préférer le crédit investment grade aux titres à haut rendement mondiaux
Intégration des titres chinois dans l'indice WGBI et creusement généralisé des spreads	Opportunités au cas par cas parmi les obligations asiatiques



— Marchés privés : Dérivé des marchés cotés ou véritable alternative ?

2021 restera gravée dans l'histoire de la finance comme une année extraordinaire pour les actifs risqués. Malgré une visibilité moindre que celle des marchés cotés, le capital-investissement a nettement tiré son épingle du jeu en termes de transactions conclues, de valorisations payées et de sorties, avec notamment des introductions en Bourse très en vue dans le secteur technologique. La croissance devrait rester solide en 2022, mais elle est déjà en grande partie intégrée aux valorisations. Les responsables des allocations d'actifs devront se positionner intelligemment pour capter les rendements idiosyncrasiques présents sur les marchés privés, sans se laisser tromper par une diversification de portefeuille qui ne serait qu'apparente et qui, en réalité, ne ferait que dupliquer des primes de risque onéreuses déjà existantes parmi leurs investissements cotés.

Les marchés privés étendent et enrichissent notre univers d'investissement en donnant accès à des actifs et des entreprises dignes d'intérêt et indisponibles sur les marchés cotés. Ils offrent par ailleurs un moyen d'adopter une vision plus éloignée dans le temps, tout en se tenant à l'écart d'une réflexion court-termiste et des mauvaises décisions qui peuvent être prises face à la volatilité des prix du marché. Des investissements dans des actifs privés à l'efficacité moindre peuvent récompenser une analyse rigoureuse et des plans de création de valeur bien exécutés. En définitive, c'est une solution pour permettre aux investisseurs de participer à des succès d'entreprises avant que leur croissance se normalise.

En-dehors des crypto-devises, le Nasdaq devrait être le vrai gagnant de 2021. Le succès appelant le succès, la plupart des investisseurs prévoient d'accroître leur exposition aux technologies, mais prennent également conscience que les actions cotées de ce secteur ne forment que la partie émergée de l'iceberg. Les entreprises attendant désormais plus longtemps avant d'entrer en Bourse, elles peuvent attirer des investisseurs en quête d'une forte croissance avant que celle-ci devienne accessible aux marchés cotés. Toutefois, plus les entreprises attendent, plus le risque de valorisation augmente, surtout face l'abondance actuelle de liquidités. D'un autre côté, investir dans les premiers stades d'existence d'une entreprise comporte un important risque économique et de duration, lequel ne peut être atténué que par une diversification adéquate et la disponibilité de capital de suivi. Le succès dépend certainement d'un juste équilibre entre ces deux paramètres, mais il n'en reste pas moins que ce type d'opportunités requiert des compétences et des réseaux spécialisés.

des ressources à des affaires de transmission d'entreprises familiale ou de cession d'actifs non stratégiques. La complexité de certaines opérations et leur petite taille permettent d'investir dans des valorisations plus raisonnables et de limiter notre capital exposé au risque.

L'investissement en actifs décotés présente un intérêt dans le contexte des cycles de marché. Ainsi, des quantités record d'argent ont été levées aux heures les plus sombres de la crise sanitaire, auprès de très nombreux responsables d'allocation d'actifs. Certains ont été déçus par des opportunités éphémères aux volumes superficiels. Très peu d'investisseurs ont eu le temps d'accumuler des positions sur des actifs de qualité à de faibles prix avant les premiers vaccins, et les espoirs de reprise qui sont apparus ensuite ont réduit à néant l'intérêt de cette exposition. La vague de faillites que certains escomptaient ne s'est pas non plus matérialisée, car les moratoires appliqués dans la plupart des juridictions ont évité aux entreprises de déposer leur bilan. Des opportunités pourraient apparaître au cas par cas dans ce domaine au fil du retrait de ces mesures d'aide.

Pour autant, nous sommes parvenus à tirer parti des opportunités créées par la crise pendant toute l'année, notamment dans nos stratégies de financement de litiges, qui profitent à un nombre croissant de procédures d'insolvabilité et de continuité d'activité. Il s'agit, selon nous, d'un des moyens les plus attractifs pour tirer avantage de la crise sans s'exposer au marché, et qui vient à nouveau illustrer les bienfaits des actifs privés en matière de diversification de portefeuille.

Performances au 2nd semestre 2021

Performance solide du capital-investissement, en particulier des stratégies de capital-risque en stade avancé et de capital-croissance

Croissance poursuivie des financements de litiges, source de tendances très porteuses pour nos stratégies d'actifs juridiques

Prévisions 2022

Maintien de la préférence pour les investissements majoritaires sur le marché intermédiaire, spécialement dans des entreprises aidées par les technologies et dotées de modèles économiques robustes

Les affaires de transmission d'entreprises familiales continuent d'offrir des opportunités intéressantes

L'inflation et les erreurs politiques demeurent les principaux risques pour les valorisations actuelles et nécessitent de faire preuve de rigueur au niveau des prix



Hedge funds : De nouvelles opportunités en Chine

De nouvelles opportunités se font jour en Chine sous l'effet des besoins croissants en soins de santé et de l'innovation médicale, dans le sillage de l'accroissement des niveaux de richesse et du vieillissement de la population. Actuellement, la population chinoise ne dépense qu'une fraction du budget consacré aux soins de santé dans les pays développés. De solides points d'entrée devraient se présenter aux investisseurs, alors que les entreprises chinoises permettent d'étendre l'accès aux services médicaux et financent les biotechnologies et le développement de médicaments pour couvrir la demande.

Les mois qui viennent de s'écouler ont mis en évidence la nécessité d'investir dans les secteurs les plus robustes de l'évolution économique de la Chine. Ce procédé est freiné par la réglementation et par la croissance rapide, mais nous sommes convaincus que le thème de la santé deviendra une source de rendement. Nous travaillons avec des gérants spécialisés à Hong Kong, sur le continent chinois et aux États-Unis afin de rester informés des développements et d'évaluer le potentiel de chaque innovation.

Si l'innovation médicale en Chine demeure en retrait par rapport à l'Europe et aux États-Unis, les ressources consacrées pour améliorer les soins de santé laissent espérer des avancées.

Plus généralement, les marchés actions sont en train de réagir à la normalisation de la politique monétaire. Les prix ont été gonflés par les achats d'actifs d'urgence des banques centrales pendant la pandémie et ont dissuadé les investisseurs de prêter véritablement attention aux fondamentaux des titres. Nous avons observé cette année un contexte extrêmement difficile pour la vente à découvert, en raison des liquidations forcées des positions courtes sur Reddit et de l'absence de dispersion entre les positions acheteuses et vendeuses. Au niveau des secteurs, certaines tendances de fond ont été dictées par les thèmes macroéconomiques, créant le pire environnement de création d'alpha depuis plus de 10 ans pour les gérants d'actions.

Tout ceci est maintenant en train de changer, puisque les banques centrales des économies développées parlent de relever leurs

taux d'intérêt et de réduire leurs achats d'actifs. En attendant, de nombreux investisseurs ont pu à nouveau constater la résistance offerte par les hedge funds.

Les marchés prêtent par conséquent plus d'attention aux bénéfices et aux perspectives des entreprises. C'est pourquoi, à court terme, nous pensons que les surprises en termes de bénéfices vont entraîner plus de volatilité, car les investisseurs commenceront à opérer de nouveau une distinction au sein-même des secteurs, ce qui est très positif pour nos spécialistes de la sélection de titres en quête d'alpha.

Nous estimons que les OPCVM alternatifs recèlent un potentiel de création de valeur. Leur rendement escompté plus faible (principalement lié à un levier et un niveau de concentration inférieurs à ceux des hedge funds classiques) est compensé par une meilleure liquidité. Cette flexibilité nous permet d'axer davantage la gestion sur le trading lorsque nous gérons un portefeuille d'OPCVM alternatifs.

Enfin, nous demeurons convaincus de la valeur des stratégies d'arbitrage d'obligations convertibles et de fusions, qui peuvent apporter de la diversification grâce à une corrélation modeste avec le reste du marché.

Performances au 2nd semestre 2021

Nos convictions envers l'arbitrage de convertibles et les stratégies event-driven ont porté leurs fruits, chacune procurant une importante diversification pendant la correction de septembre

Prévisions 2022

Opinion positive envers l'arbitrage de fusions

Opinion positive envers l'arbitrage d'obligations convertibles

Opinion positive envers les stratégies Equity Hedge, dans le cadre d'une faible exposition au marché et d'un biais acheteur sur le secteur chinois de la santé



Trading : Effervescence plutôt qu'exubérance

L'année a été relativement calme pour les actifs risqués, les marchés actions escaladant le mur des appréhensions (taux, Chine, etc.) pour s'établir à des niveaux record. Pour les traders, une des grandes questions qui se posent aujourd'hui est de savoir si l'exubérance actuelle suffit pour anticiper le point culminant des marchés. Le bilan est contrasté.

Par exemple, les sommets des marchés se caractérisent souvent par d'importants afflux de capitaux dans les fonds d'actions. Les ETF (Exchange Traded Funds) ont bénéficié de collectes élevées en 2021, avec notamment 2.000 milliards de plus cette année au sein des ETF américains, portant leur encours de gestion à 7.000 milliards USD. Cependant, dans l'ensemble, les flux investis dans les fonds d'actions ont atteint des niveaux décevants, alors que les actifs des fonds monétaires sont restés importants. L'activité des introductions en Bourse, souvent considérée comme l'indicateur d'une spéculation excessive, a considérablement ralenti par rapport au début de l'année, quand ce marché était dominé par les SPAC (Special Purpose Acquisition Companies). Ces véhicules ont fait l'objet d'une surveillance accrue de la part du régulateur américain, ce qui a eu pour effet de ralentir le nombre d'introductions en Bourse.

Beaucoup d'observateurs ont interprété l'accélération des activités de trading des investisseurs particuliers comme le signe avant-coureur d'un épuisement du marché. La démocratisation de plateformes en ligne comme Robinhood et le rôle des médias sociaux d'investissement, avec par exemple #WallStreetBets sur Reddit, ont fait basculer l'équilibre des volumes de négociation entre investisseurs institutionnels et particuliers. Ainsi, d'après Goldman Sachs, la moitié des opérations sur options aux États-Unis proviennent d'investisseurs individuels. N'oublions pas que ces derniers ont assez peu participé au marché haussier entre 2008 et 2020 et qu'un certain rééquilibrage était donc nécessaire depuis longtemps.

Les indicateurs techniques révèlent que la largeur du marché est conforme aux niveaux historiques, tandis que les dominations par secteurs et styles ont affiché deux configurations distinctes. Pendant le premier et le quatrième trimestre, les actions cycliques et à bêta élevé ont surperformé, à la faveur de l'accroissement des rendements obligataires. Entre temps, les paris cycliques ont été mis en pause et les secteurs défensifs ont pris le dessus, bénéficiant du repli des rendements obligataires. L'appétence au risque a repris sa tendance fin septembre, dans le sillage de l'intérêt de certains

investisseurs pour les actions « mêmes », dans des proportions néanmoins moins importantes qu'au premier trimestre. Une autre dichotomie intéressante s'est opérée pendant les derniers mois de l'année : la volatilité des obligations s'est accentuée, alors que celle des actions

a baissé. Ce phénomène semble refléter l'appréhension des investisseurs obligataires face au cycle attendu de longue date de resserrement des taux, lequel ne pose en revanche pas de problème pour les actions, ou du moins pas pour l'instant.

Sur le marché des changes, les devises des principaux marchés développés ont évolué dans une fourchette étroite et le franc suisse s'est maintenu à des niveaux plutôt élevés contre toutes les autres monnaies. Les tensions du marché se sont concentrées sur un petit nombre de devises émergentes, à l'image du réal brésilien et de la livre turque. L'affaiblissement du yen peut toutefois être interprété comme un autre signe de la prévalence d'un environnement d'appétence au risque. La classe d'actifs des matières premières a signé les meilleures performances (en-dehors des crypto-devises), mais avec des volumes toujours très inférieurs aux pics historiques.

Au-delà des classes d'actifs traditionnelles, 2021 pourrait rester dans les mémoires comme une année révolutionnaire pour les crypto-devises et actifs numériques. Ces derniers, si on les considère comme une classe d'actifs, ont vu leur capitalisation de marché passer de moins de 1.000 milliards à plus de 3.000 milliards de dollars. Des applications liées à la blockchain comme DeFi, ou encore les jetons non-fongibles (NFT) ont soudain fait leur apparition. Enfin, l'année qui vient de s'écouler s'est caractérisée par une banalisation des crypto-devises dans le secteur financier, avec le lancement du premier ETF de Bitcoin, l'introduction en Bourse de Coinbase, le lancement de l'activité de conservation de crypto-devises et la négociation de ces actifs par de grandes banques du monde entier. L'inclusion des crypto-devises dans les portefeuilles internationaux ne concerne plus seulement les investisseurs de détail, les particuliers fortunés ou les hedge funds, mais également les institutions et des entreprises comme Tesla, Square ou MicroStrategy. Et ce malgré un krach du marché des crypto-actifs en mai, suivi d'une interdiction du Bitcoin en Chine et des menaces d'un durcissement réglementaire mondial.

Au total, des signes d'effervescence s'observent effectivement parmi les investisseurs institutionnels et particuliers, mais il est encore trop tôt pour parler d'exubérance. Nous verrons bien ce qu'il en sera en 2022.

Contributeurs

- 01 Charles-Henry Monchau**, Chief Investment Officer
charles-henry.monchau@syzgroup.com
- 02 Adrien Pichoud**, Chief Economist
adrien.pichoud@syzgroup.com
- 03 Luc Filip**, Head of Discretionary Portfolio Management
luc.filip@syzgroup.com
- 04 Saïd Tazi**, Senior Portfolio Manager, Equities
saïd.tazi@syzgroup.com
- 05 Fabrice Gorin**, Senior Portfolio Manager, Fixed Income
fabrice.gorin@syzgroup.com
- 06 Olivier Maurice**, Managing Partner, Syz Capital
omaurice@syzcapital.com
- 07 Cédric Vuignier**, Head of Liquid Alternative Investments, Syz Capital
cvuignier@syzcapital.com
- 08 Valerie Noël**, Head of Trading
valerie.noel@syzgroup.com

Le présent document marketing est publié par le Groupe Syz (ci-après dénommé «Syz»). Il n'est pas destiné à être distribué, publié, remis ou utilisé par des personnes physiques ou morales ressortissantes ou résidentes d'un Etat, d'un pays ou d'un territoire dans lequel les lois et réglementations en vigueur interdisent sa distribution, sa publication, sa remise ou son utilisation. Il ne s'adresse à aucune personne ou entité à laquelle il serait illégal de remettre un tel document marketing.

Le présent document revêt un caractère purement informatif et ne doit pas être interprété comme une sollicitation en vue de la souscription, de l'achat, de la vente ou de la détention d'un titre ou instrument financier quel qu'il soit, ni comme un document contractuel. Les informations qu'il contient ne constituent en aucun cas un avis juridique, fiscal ou comptable et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les évaluations de marché, conditions et calculs présentés ne sont qu'estimatifs et peuvent faire l'objet de modifications sans préavis. Les informations fournies proviennent de sources jugées fiables, mais le Groupe Syz ne garantit ni leur exhaustivité, ni leur exactitude. Les performances passées ne donnent aucune indication quant aux résultats futurs.

Nos bureaux

GENÈVE

Bank Syz Ltd

Quai des Bergues 1
CH – 1201 Genève

T +41 58 799 10 00
F +41 58 799 20 00

ZÜRICH

Bank Syz AG

Dreikönigstrasse 12
CH – 8027 Zürich

T +41 58 799 77 37
F +41 58 799 22 00

LUGANO

Banque Syz SA

Riva Paradiso 2
CH – 6902 Lugano-Paradiso

T +41 58 799 67 20
F +41 58 799 23 00

LOCARNO

Banque Syz SA

Via Cattori 4
CH – 6601 Locarno

T +41 58 799 66 66
F +41 58 799 22 50

ISTANBUL

Banque Syz SA

Zorlu Center
Levazim, Koru Sokağı No:2,
Teras Evler/T3 - NO 347
34340 Beşiktaş / İstanbul

T +90 212 703 77 99

JOHANNESBURG

Banque Syz SA

First Floor, Future Space
61 Katherine Street
RSA – Sandton 2146

T +27 (0)10 300 6040

#Forthefuture