

LETTRE TRIMESTRIELLE

Quatrième trimestre 2022





Conjoncture :

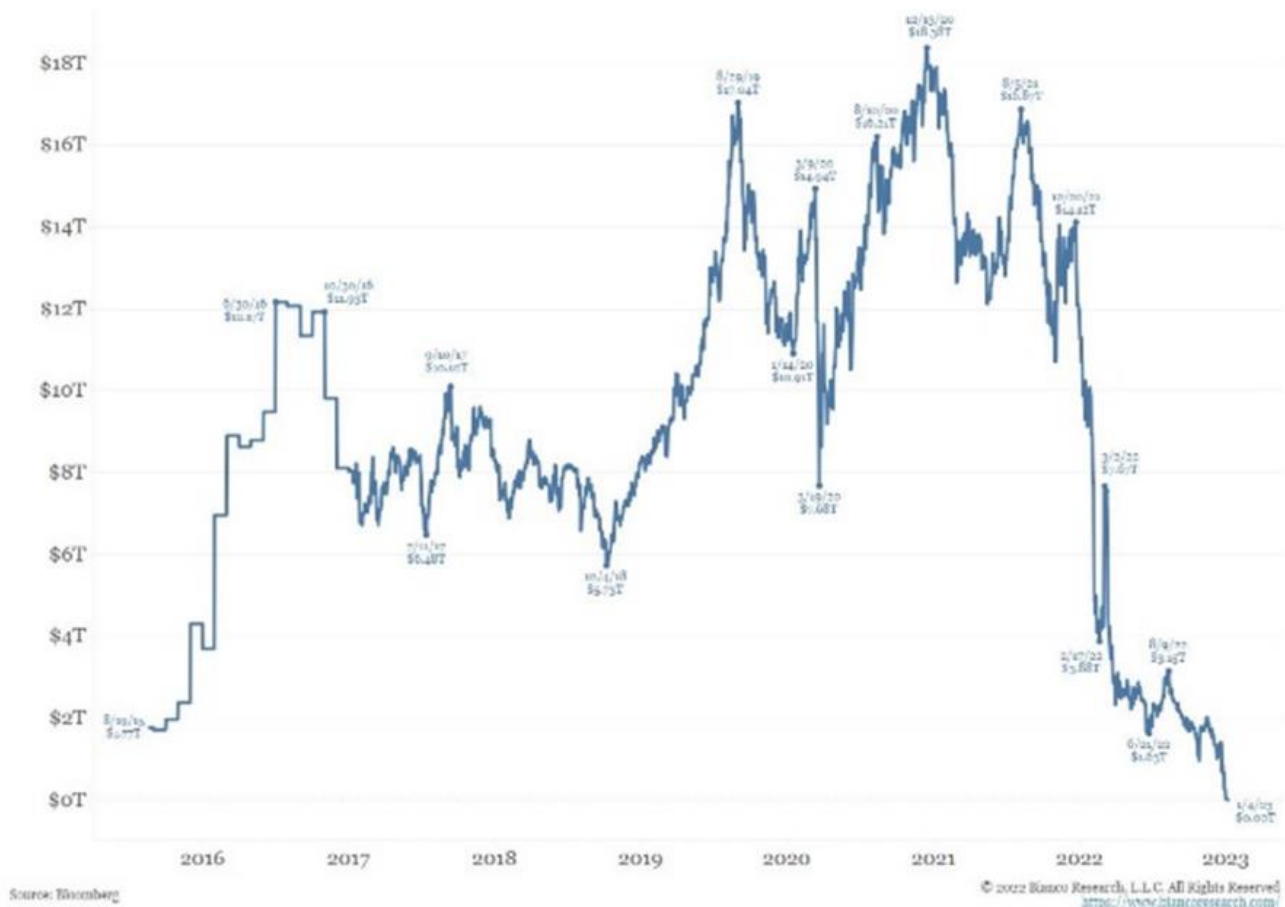
35 000 000 000 000 000 USD (35 trillions d'US Dollars), c'est le montant de la destruction de valeur sur les marchés financiers en 2022. Pour donner un ordre de grandeur c'est 3 fois supérieur à la grande crise financière de 2008.

2022 restera dans les annales comme une année très compliquée pour les investisseurs. Elle marque également un changement de régime majeur au niveau des banques centrales. Après 40 ans de tendance baissière, les taux entrent dans un cycle haussier. L'inflation qui semblait avoir définitivement disparu revient en puissance et force les banques centrales à effectuer un virage à 180° dans leurs politiques monétaires.

2021 a sûrement marqué l'apogée de l'exubérance financière de la décennie (à minima). Après un soutien économique sans précédent de la part des banques centrales et des gouvernements pour faire face à la crise du Covid, les marchés se sont retrouvés avec un excédent de liquidités sans précédent. Ces dernières ont été investies et ont alimenté plusieurs bulles spéculatives. Les cryptomonnaies et autres NFT (jetons virtuels) ont poussé comme des champignons, 18 trillions de dollars de dettes se sont retrouvés à des taux négatifs et les marchés actions ont atteint des niveaux de valorisations que l'on n'avait pas vu depuis la crise internet de 2000.



Stock de dettes à rendement négatif



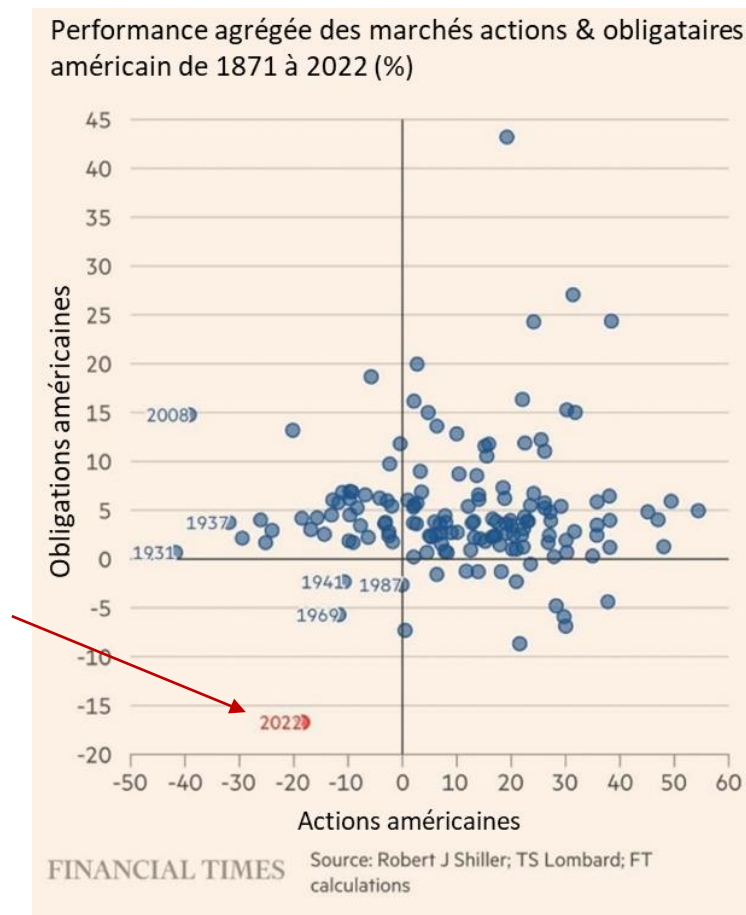


Dans le monde connecté d'aujourd'hui, où l'information se diffuse à la vitesse grand V, les excès se construisent rapidement mais se dégonflent aussi brutalement. En 2022, nous avons assisté à l'éclatement des bulles sur les taux, les actions et les cryptoactifs.

Aucune classe d'actifs n'est épargnée en 2022 et rares sont les investissements qui ont été rémunérateurs cette année. Même si nous avions connu en avance le scénario de l'année 2022, il n'est même pas sûr que nous aurions gagné de l'argent. Avec une guerre en Europe et une inflation américaine à toute hauteur, nous aurions acheté de l'or qui termine péniblement l'année avec une performance de 0%. La crise énergétique en Europe nous aurait amené à une surpondération des Etats-Unis par rapport au vieux continent, un pari perdant. Avec des indicateurs économiques ISM et PMI en baisse, nous aurions acheté de la dette souveraine de qualité, qui se retrouve être l'une des plus mauvaises performances de l'année. Enfin, nous aurions investi dans les grandes valeurs technologiques américaines aux business modèles robustes et aux bilans solides... Facebook perd -64% sur l'année, Amazon -50%, Alphabet -40%, Microsoft -28% et Apple -26%.

En règle générale, la corrélation entre les actions et les obligations a été négative au cours des 20 dernières années. Une configuration idéale pour les investisseurs car les obligations leur apportent une protection et réduisent la volatilité quand les actions sont à la peine.

Pour la première fois depuis plus de 50 ans, les actions et les obligations ont baissé conjointement. La diversification entre classe d'actifs, n'a pas joué son rôle d'amortisseur. Peu importe les profils de gestion, les pertes se montent à deux chiffres pour l'année 2022.





Perspectives 2023

En 2023, les économistes prévoient une récession mondiale, elle est largement anticipée par le marché et serait la plus prévisible jamais observée.

Les banques centrales feront tout ce qu'il faut, par leurs interventions, pour lutter contre l'inflation et éviter une crise de style années 1970. Le cycle de resserrement a encore du chemin à parcourir, bien qu'à un rythme plus lent qu'en 2022.

Après la grande révision des prix, les valorisations boursières sont plus attrayantes, c'est « le verre à moitié plein », alors que les conditions économiques se détériorent et que la volatilité reste élevée.

La période de quatre décennies d'activité et d'inflation largement stable est derrière nous. Le nouveau régime, caractérisé par une plus grande volatilité marché se met en place et on assiste à un changement de paradigme sur les marchés. L'argent a de nouveau un coût avec des taux d'intérêts réels positifs et les banquiers centraux ne pourront plus baisser les taux à chaque faiblesse de marchés. La croissance mondiale sera plus faible dans les deux prochaines décennies, elle va se concentrer sur quelques mégatendances. Nous sortons d'un cycle économique basé sur l'efficacité et l'optimisation des coûts. Nous sommes à la fin d'un modèle de croissance exponentielle. Nous entrons dans un cycle où le mot d'ordre sera la résilience. Le pic du commerce mondial a sûrement déjà été dépassé, place à la dé-globalisation et à la réindustrialisation locale. « L'extra financier » va éviter la destruction de valeur et en renforcer la création.

L'énergie est un secteur stratégique du temps long. La guerre en Ukraine a modifié durablement les grandes routes d'approvisionnement en énergie. Le mix énergétique mondiale est en cours d'évolution. La transition énergétique va coûter cher et s'étaler sur plusieurs décennies. Le prix de l'énergie va se renchérir notamment en Europe. L'inflation va rester parmi nous et contraindre l'investissement. On devrait assister à la fin du « quoiqu'il en coûte » (arrêt du financement des déficits à l'infini).

La gestion des pressions sur les prix et des difficultés opérationnelles sera un défi pour de nombreuses entreprises. Nous nous attendons à une plus grande différenciation des performances entre les entreprises, ce qui rendra propice une gestion active du portefeuille. La valeur d'un gérant d'actif est en train de basculer de l'allocation d'actifs vers la sélection de valeurs.

Il ne fait aucun doute que les investisseurs ont été frustrés ces dernières années par le retard persistant des rendements des actions internationales par rapport aux actions américaines. La solidité du dollar américain, la guerre en Ukraine, la faiblesse des économies européenne et japonaise et les divers problèmes des marchés émergents vont progressivement se résorber et entraîner un rattrapage de performance.

Le dollar semble avoir atteint un point haut et devrait se déprécier face aux devises émergentes, européenne et japonaise. Les thématiques telles que la transition énergétique, la digitalisation, ... devraient tirer leurs épingles du jeu. Les actifs obligataires offrent les meilleures espérances de rendements depuis plus de 10 ans. Les actifs émergents devraient profiter de la réouverture de la Chine et de la fin de la politique du zéro-covid.



Fonds Aesope :

	2022	5 ans Annualisée
ÆSOPE Actions Françaises	-14,25%	0,51%
ÆSOPE Equilibre	-12,05%	-1,91%

Aesope Actions Françaises :

L'année s'achève avec un recul de -14,22% contre -7,37% pour son indice de référence.

La chute de 20% de l'indice des petites capitalisations explique une part significative de la sous-performance, ainsi que le recul de plusieurs grandes valeurs de l'indice CAC 40 telles Dassault Systèmes (-36%), Schneider (-24%) ou encore l'Oréal (-20%). Le segment des Midcaps, n'a pas été épargné, avec la chute de -43% de SEB sur l'exercice.

Le compartiment des situations spéciales a contribué très positivement avec des OPA sur Albioma, Cast Software, OL Groupe et Somfy, ainsi qu'une OPRA sur l'éditeur de logiciels Linedata. Cette poche devrait continuer d'alimenter la performance dans un environnement toujours plus propice au stock-picking.

Nous maintenons également notre positionnement sur de grandes sociétés classiques, en demeurant réactifs sur la gestion des pondérations en fonction de l'évolution des valorisations (Air Liquide, Christian Dior, Dassault Systèmes)

Enfin, nous demeurons attentifs aux changements de perception sur les sociétés en privilégiant la qualité du management, du modèle économique et de la structure financière, en veillant à identifier l'agilité des entreprises dans un environnement toujours plus complexe et mouvant.

Aesope Equilibre :

Le fonds Aesope Equilibre clôture l'année en baisse de -12,02% contre -16,85% pour son indice de référence (du 31/12/2021 au 30/12/2022).

Au sein de la poche action, malgré une année compliquée, on peut noter quelques satisfactions. Les situations spéciales ont bien fonctionné : Cast avec son OPA, Linedata avec OPRA, la recovery de Lagardère après son effondrement à la fin de l'opération de fusion avec Vivendi.

Au niveau des déceptions, Amplegest Pricing Power n'a pas tenu son rôle attendu dans l'environnement inflationniste. Galileo Midcap a doublement souffert par son exposition au secteur technologique et son biais petites et moyennes valeurs. Varenne Sélection a rendu la majorité des gains accumulés en 2021. Nous avons également pâti de l'exposition au yen du fonds Sparx Japan. Kirao Multicaps a enchaîné les déceptions sur sa sélection de valeurs.

Au sein de la poche obligataire, le secteur des maisons de retraite avec Korian et Orpea a fortement pénalisé le fonds. Le fonds H2O Multibonds sort du lot avec une performance incroyable de 25,96% sur l'année. L'évolution des rendements obligataires au cours de l'année a permis de recréer des poches de performances futures intéressantes pour les années à venir. Le fonds Tikehau 2027 a intégré le portefeuille Aesope Equilibre pour renforcer l'exposition au haut rendement. Nous avons réinvesti des obligations Investment grade en portefeuille via le fonds Lazard 2027.

Le rendement embarqué estimé de la poche obligataire est de 7,5% au 30/12/2022.



Gestion Sous-Mandat :

L'ensemble des profils termine avec une performance négative à deux chiffres.

L'exposition obligataire pour les profils les plus défensifs n'a pas eu le rôle d'amortisseur de performance. Les obligations sont entrées en 2022, pour la première fois dans un marché baissier, c'est-à-dire une baisse supérieure à -20%.

Evolution du prix des obligations d'entreprises européennes



Nos expositions au secteur de la technologie via Alphabet, Amazon et Microsoft ont fortement pesé sur la performance des comptes.

Autre dossier qui a pesé sur la performance ORPEA. Depuis fin 2017, le cours de bourse d'Orpea oscillait autour de 100€. Malgré d'excellentes publications de résultats trimestre après trimestre, le titre végétait en bourse. 2022 est l'année des explications avec comme électrochoc la publication du livre de Victor Castanet, « Les Fossoyeurs ». Après 3 ans d'enquête, plus de 250 témoignages recueillis et de nombreux documents collectés, l'auteur livre une plongée inquiétante dans les secrets du groupe Orpea. La gestion d'excellence affichée n'est qu'une façade qui masque une obsession pour les profits à tous les échelons. Les pratiques de management implacables insufflées en haut lieu sont brutales et malhonnêtes. Passé le stade de la stupéfaction, nous avons attendu les conclusions des audits indépendants pour réanalyser le cas d'investissement. A ce moment-là, nous avons estimé qu'il existait encore de la valeur dans la société notamment dans la valorisation de son parc immobilier. Nous décidons d'attendre l'Assemblée Générale de la société et la mise en place d'un nouveau comité de direction pour espérer un rebond sur le titre. Malheureusement, ce dernier n'aura jamais eu lieu. Au mois de mai, Orpea avait réussi à renégocier des financements avec ses banques afin d'avoir le temps de céder des actifs pour refinancer sa dette. Le contexte inflationniste a entraîné une forte remontée des taux qui a rendu impossible l'émission de nouvelles dettes et gelé les transactions immobilières institutionnelles. Avant que cet effet ciseaux ne se matérialise, nous avons préféré vendre les actions à 10,55€ avec une moins-value de -85%. Depuis le cours de bourse continue de s'effondrer à 6,172€ le 30/12/2022.

Nous avons procédé à plusieurs arbitrages en fin d'année pour adapter les portefeuilles au nouveau contexte de marché. Plusieurs fonds obligataires ont été souscrits ou renforcés comme Tikehau 2027, La Française Sub Debt, IVO Fixed Income.



Focus Tikehau 2027 : Avec la hausse des taux d'intérêt, la classe d'actifs obligataires redevient attractive :

Le fonds Tikehau 2027 est caractérisé par une approche de valorisation des actifs obligataires à haut rendement ainsi qu'une gestion active des liquidités disponibles. C'est un fonds de conviction dont le process d'investissement est fondé sur une analyse fondamentale et de long terme du gérant. Dans le respect de la stratégie d'investissement du fonds, ce dernier offrira deux profils au cours de sa vie. Long only jusqu'à fin 2024, l'équipe de gestion s'attachera à investir dans tout l'univers du crédit sans contrainte d'échéance. A partir de la 5ème année, le gérant sera amené à faire décroître les sensibilités de taux et de crédit en vendant les obligations dont les échéances où le remboursement anticipé ne sont pas conforme avec les échéances du fonds.

Les gérants de portefeuille travaillent en étroite collaboration avec une équipe de 16 analystes couvrant environ 450 émetteurs, et abordant les histoires de crédit individuellement au travers d'une approche bottom-up. Approche d'investissement active qui permet d'optimiser quotidiennement le profil de risque/rendement de chaque position au sein du portefeuille, en gérant efficacement les souscriptions/rachats au sein du fonds.

Dans un environnement aussi tendu, l'approche d'investissement de Tikehau Capital fondée sur une analyse financière et extra-financière approfondie est primordiale.

L'Equipe de Gestion Wilfrid, Matthias, Philippe

Achevée de rédiger 20/01/2023. Toutes les données chiffrées sont arrêtées au 30/12/2022

Nous attirons votre attention sur le fait que les informations mentionnées peuvent ne pas être exhaustives, mais Visent à vous communiquer les éléments jugés pertinents eu égard à la période sous revue. Par ailleurs, ce commentaire concerne l'ensemble des profils de gestion et peut par conséquent contenir certaines informations qui ne sont pas en rapport avec votre portefeuille.

« Conformément au règlement général de l'AMF (article 314-79), nous vous informons que la société de gestion ÆSOPE perçoit une quote-part théorique de 75 % de la commission de mouvement. »

L'ensemble des frais et commissions payés par le client correspondent :

- aux frais de transactions (commissions de mouvements TTC et frais broker TTC),*
- le cas échéant la TTF (taxe à l'achat sur les transactions financières non taxable),*
- le cas échéant les frais prélevés par le Teneur de compte sur les opérations de souscription ou rachat OPCVM non déposés chez CM CICS (TVA sur rachat),*
- le cas échéant les frais du traitement sur valeurs mobilières (OST...).*

Sur l'ensemble de ces frais, la quote-part réelle perçue par la société de gestion représente 50 % TTC (toutes taxes comprises)

« Conformément au règlement général de l'AMF (article 314-75-1), la société de gestion ÆSOPE a mis en place une politique de sélection des intermédiaires financiers ou brokers. La sélection est déterminée selon les services fournis (traitement des ordres en front et back office « Best Exécution ») et la qualité de l'analyse financière produite. »

Nous tenons à votre disposition les frais courants liés aux investissements en OPC réalisés dans vos portefeuilles.