

FOCUS MACRO : QUEL NIVEAU DE CROISSANCE POUR 2021 ?

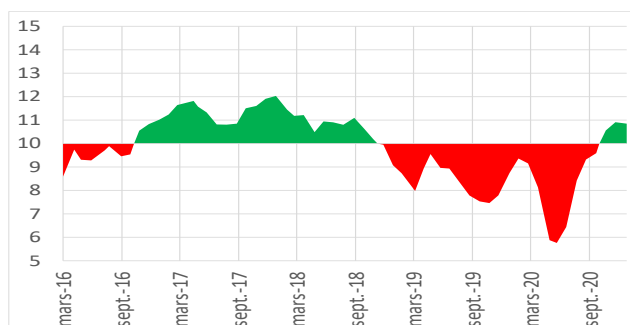
La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ est stable sur le mois de janvier. Avec un niveau de 10,9, elle s'installe donc durablement au-dessus du seuil de 10... sans toutefois connaître une nouvelle accélération. Cette évolution est proche de celle du PMI global composite qui affiche un niveau de 52,7. Au niveau des facteurs, certains comme l'activité progressent alors que d'autres corrigent (consommation). Ce retour à une certaine hétérogénéité des tendances des différents facteurs est rassurant. En effet, cela correspond à un retour à une situation «normal» de l'économie.

Après plusieurs trimestres de forte présence sur la carte, la couleur rouge, symbole d'une situation économique catastrophique, a complètement disparu ce mois-ci. Certes, quelques pays comme la Hongrie ou la Malaisie affichent des notes entre 8 et 9, niveau correspondant à des économies en ralentissement. Toutefois, ces mêmes pays ont connu des notes inférieures à 5 durant le premier semestre, soit des niveaux de crise. Le monde actuel se divise ainsi entre les pays où la situation est bonne (Asie en particulier) et les pays où la situation reste incertaine comme la zone euro ou le Japon.

Concernant la Covid-19, la situation sanitaire continue d'être préoccupante avec un nombre de décès journalier n'ayant jamais été aussi élevé. Comme nous le voyons sur la carte, les campagnes de vaccination ont commencé dans plusieurs pays mais le pourcentage de la population ayant reçu une injection reste très faible. A ce rythme, la reprise économique pourrait être décalée dans le temps, en particulier si les mutations de la Covid-19 venaient à se diffuser. Ainsi, le rythme de croissance de 2021 devrait être plus faible qu'anticipé... mais, à l'inverse, celui de 2022 devrait être révisé à la hausse.

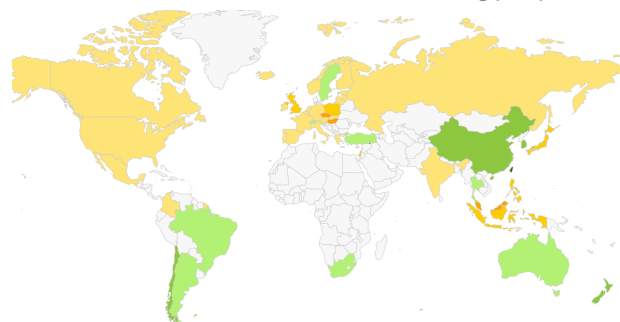
Notre analyse de l'environnement reste donc plutôt constructive. Toutefois, le retour à une amélioration durable de l'activité risque d'être plus long que prévu. Dans ce contexte, nous maintenons la probabilité à 10% pour le scénario négatif (récession durable). Le scénario médian (reprise progressive) est notre scénario principal avec une probabilité de 65%. Le scénario positif (rebond rapide et fort) garde une probabilité de 25%.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



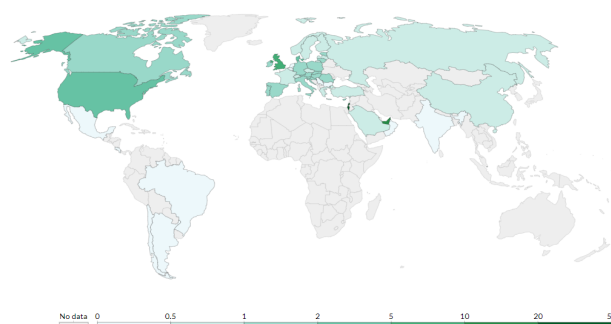
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Pourcentage de la population vaccinée par pays

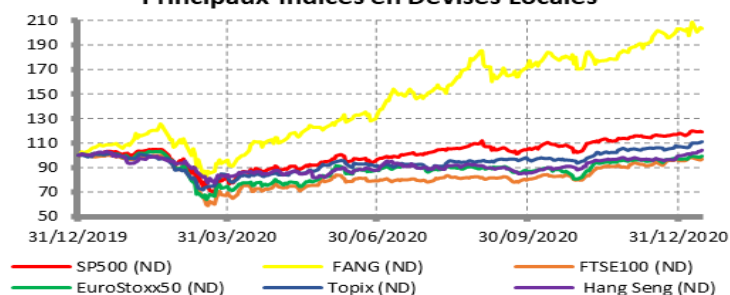


Source : Ourworldindate

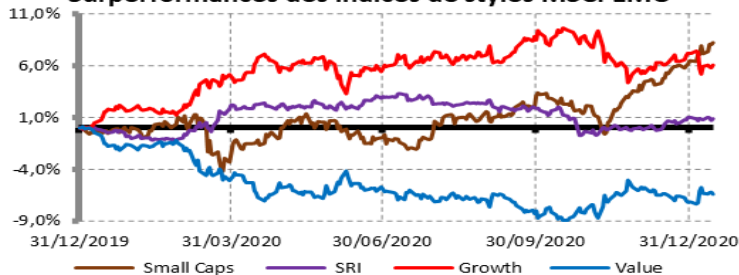
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données regroupées statistiquement. Six facteurs sont analysés à travers leur niveau et leur tendance.

FOCUS MARCHÉ : RECAP' 2020, PERSPECTIVE 2021

Principaux Indices en Devises Locales



Surperformances des indices de styles MSCI EMU



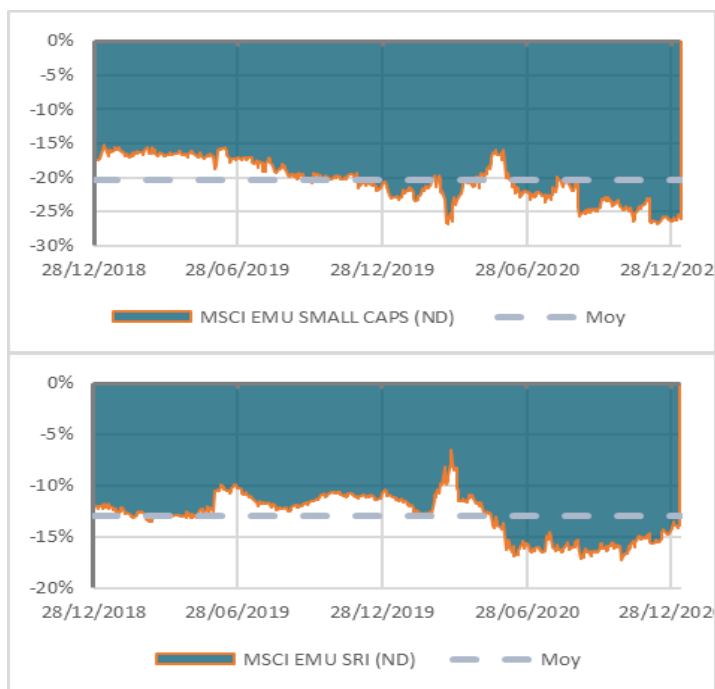
Source : Sanso IS, Bloomberg

Le dernier trimestre aura également signé le retour des valeurs à petites capitalisations, tant aux Etats-Unis qu'en Europe.

Une reprise qui néanmoins ne se ressent pas encore dans les métriques de valorisations, la dynamique bénéficiaire à 12 mois attendue sur ces valeurs ayant augmenté davantage que leur cours, la décote s'accroît et demeure toujours supérieure à sa moyenne historique.

Cette thématique d'investissement présente donc pour nous toujours un intérêt en ce début 2021.

L'analyse est la même pour les valeurs bien positionnées sur la thématique de l'ESG, la décote n'ayant que légèrement faibli depuis les points bas de mi-2020.



Source : Sanso IS, Bloomberg

Si l'on passe l'année dernière en revue, tout le monde s'accordera à juger du caractère exceptionnel de 2020. Après une correction de plus de 30% en mars, des indices terminent tout de même l'année en hausse de plus de 50% (FANG). Pendant ce tumulte, plusieurs dislocations sectorielles imputées à la crise sanitaire ont pu être observées. Ce fut le cas en juin, en septembre, puis en novembre, où un « rallye poubelle » d'une ampleur rarement observée est apparu en zone euro. Certains des secteurs les plus impactés par le coronavirus affichaient alors un fort rattrapage en l'espace de quelques jours, quand ceux ayant largement profité du changement drastique de mode de vie corrigeaient en partie leur surperformance cumulée depuis le début de la crise.

Du côté des publications d'entreprises, bien qu'une contraction d'environ 10% pour le Q4 2021 aux US soit attendue par les analystes, notons que le grand pessimisme de ces derniers sur les précédentes saisons de résultats s'est avéré trompeur.

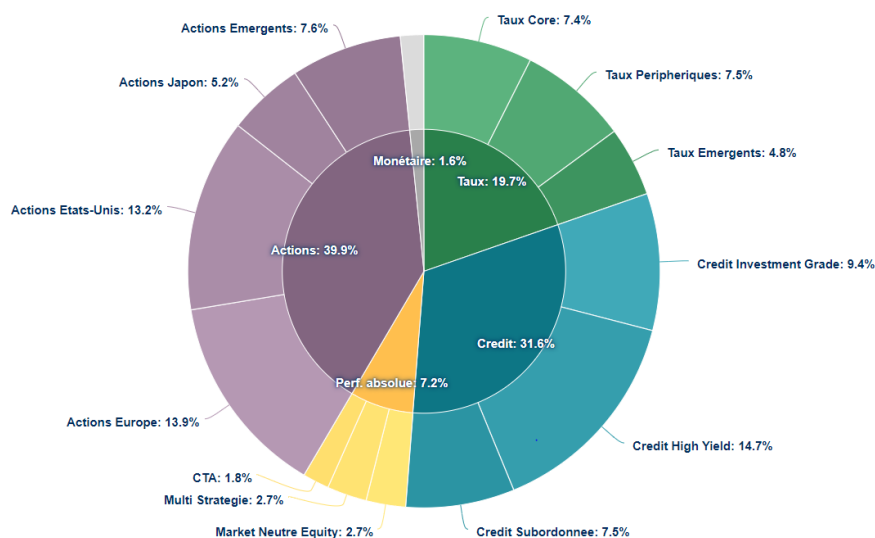
Dans un contexte de marché si particulier, les prévisions ont eu tendance à être plus protectrices, entraînant ainsi une forte marge d'erreur entre publications réalisées et attendues.

FOCUS ALLOCATION : MODEREMENT POSITIF SUR LES ACTIONS ET LE CREDIT

Les premiers jours de 2021 ont rappelé à tous les investisseurs que le changement d'année était une convention sociale car fondamentalement, rien n'a vraiment changé entre le 31 décembre 2020 et le 1^{er} janvier 2021. Certes, les marchés suivront en 2021 le nombre de personnes vaccinées plutôt que le nombre de personnes décédées mais, in fine, la Covid-19 restera le principal sujet des marchés financiers. Toutefois, un changement devrait s'opérer le 20 janvier avec l'arrivée effective au pouvoir de Joe Biden. Les derniers jours de Donald Trump à la présidence resteront dans l'histoire avec l'envahissement par ces troupes du capitol, événement marquant la fin politique de Donald Trump... Mais, au-delà de ce point spécifique, **notre analyse reste identique à celle du mois de décembre**. C'est pourquoi, nous n'avons pas modifié notre tableau d'allocation par rapport à notre dernière lettre d'investissement.

	Très négatif	Négatif	Neutre	Positif	Très positif	Evolution	Stratégies privilégiées
Classes d'actifs		Monétaire Obligations		Crédit Actions		→ → → →	
Obligations		Core		Périphériques Emergents Hard Emergents Local		→ → → →	Indexé zone euro Grèce; Italie
Crédit	Investment Grade		Emergents		High Yield Subordonnées	→ → → →	Cross over AT1
Actions			Europe Etats-Unis Japon	Emergents		→ → → →	Petites capitalisations Grandes capitalisations Asie
Devises VS EUR			USD JPY G10	Emergents		→ → → →	

Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions**. Le portefeuille est ainsi construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée avec une prise en compte systématique, dans son processus d'investissement, de critères extra financiers**.



FOCUS ISR : Interview sur les investissements à impact avec Edmond Schaff

François L'HÉNORET : Bonjour Edmond. Nous allons évoquer avec toi les fonds d'impact, un des buzz words du moment dans le domaine de l'investissement socialement responsable. Pour essayer d'y voir plus clair peux-tu nous expliquer de quoi on parle exactement quand on évoque les investissements à impact ?

Edmond Schaff : Le concept d'investissement à impact est né dans le milieu des années 2000, notamment sous l'impulsion de la Fondation Rockefeller.

Un investissement à impact a pour objectif de générer un rendement financier ainsi qu'un ou plusieurs impacts positifs, concrets et mesurables qui peuvent être de nature environnementale ou sociale selon la définition du Global Impact Investing Network. Cette ONG qui a pour but de contribuer au développement des investissements à impact, est soutenue par des agences de développement, des fondations et des entreprises.

Cette définition a des implications très importantes. Tout d'abord l'impact généré doit être positif. Un fonds qui se contenterait de réduire ou de compenser des impacts négatifs comme une empreinte carbone ou un taux d'accidents du travail par exemple ne peut être qualifié d'investissement à impact.

Ensuite l'impact doit être concret et mesurable. L'amélioration d'un score ESG qui reste une notion abstraite ne permet pas davantage à un fonds d'adopter le qualificatif d'impact.

Enfin l'impact doit être de nature environnementale ou sociale, comme par exemple des émissions de gaz à effet de serre évitées, des tonnes de déchets recyclées, des emplois créés ou encore des personnes soignées ou ayant reçu une formation. Cela exclut donc de s'appuyer sur des métriques de gouvernance telles que le pourcentage d'administrateurs indépendants pour adopter le qualificatif de fonds d'impact, la dimension concrète de l'impact lié à des métriques de ce type étant également très difficile à mesurer.

FLH : C'est très intéressant mais tu raisones ici par la négative. Peux-tu nous dire plus précisément à quelles conditions un fonds peut être qualifié de stratégie d'impact ?

ES : Oui bien sûr. Pour aller jusqu'au bout du raisonnement par la négative, une mesure ex-post d'impacts positifs ne permet pas à un fonds de se qualifier de stratégie d'impact. Ce serait un peu comme si un fonds actions santé adoptait le qualificatif bas carbone simplement parce qu'il investit sur un secteur qui émet peu de gaz à effet de serre.

L'objectif de génération d'impacts positifs ou de sélection d'entreprises à impact positif doit faire partie de la stratégie de gestion et l'intensité de l'impact généré par les entreprises ou

projets étudiés doit être un critère contraignant de sélection des investissements.

Cela écarte de ce fait les stratégies axées sur les thématiques durables ou les Objectifs de Développement Durable des Nations-Unies, qui, si elles investissent souvent sur des entreprises ayant des activités à impact positif n'intègrent, pour la plupart, pas d'évaluation de cet impact dans leur processus d'investissement et se contentent de sélectionner les sociétés sur la base de critères liés au chiffre d'affaires par exemple.

FLH : Justement peux-tu nous en dire plus sur la façon dont les gérants à impact sélectionnent leurs investissements et évaluent l'impact ?

ES : Il existe différentes méthodes de sélection mais elles reprennent généralement toutes, de façon plus ou moins explicite les concepts d'Intentionnalité, de Matérialité, d'Additionnalité et de Mesurabilité.

Dans le cas d'une entreprise, l'intentionnalité va consister à vérifier que celle-ci place les activités à impact positif au cœur de sa stratégie en analysant non seulement le discours de l'entreprise mais aussi ses dépenses de recherche et développement et ses investissements pour vérifier que ceux-ci sont orientés vers les activités à impact.

L'analyse de la matérialité va avoir pour objectif de déterminer l'amplitude de l'amélioration apportée par les produits et services de l'entreprise vis-à-vis du statu quo. Par ailleurs, l'additionnalité consiste à estimer le caractère unique de cette amélioration.

Une entreprise qui serait la seule à avoir développé un traitement contre une maladie très répandue aura ainsi une matérialité et une additionnalité supérieures à celle d'une entreprise qui serait en concurrence avec trois autres pour proposer un traitement contre une maladie rare. A condition bien sûr que les conséquences de ces deux maladies soient équivalentes pour les personnes concernées.

Enfin l'évaluation de la mesurabilité a pour but de s'assurer que des métriques concrètes peuvent être associées à l'impact ou du moins sont envisageables. Ainsi, s'il est probable qu'une entreprise comme Alphabet améliore l'accès à l'information d'un grand nombre de personnes, il semble aujourd'hui très difficile de mesurer cet impact de façon concrète.

Par ailleurs, un véritable gestionnaire d'impact écartera les entreprises générant des impacts négatifs significatifs en plus de leurs impacts positifs. Ce principe a d'ailleurs été repris par le régulateur dans le cadre de la taxonomie verte par exemple.

FOCUS ISR : Interview sur les investissements à impact avec Edmond Schaff

FLH : Très bien, ça me semble clair. Venons-en maintenant à la question du développement rapide de ces stratégies. Pourquoi intéressent-elles particulièrement les gérants d'actifs, les investisseurs et les régulateurs ?

ES : Les investissements à impact ont connu une croissance très significative ces dernières années comme en témoignent les chiffres du Global Impact Investing Network qui estime la taille du marché à **715 milliards de dollars à fin 2019** avec une croissance annuelle de 17% par an depuis 2015. Par ailleurs, nous avons observé que les fonds mettant en œuvre une stratégie d'impact sur les actions cotées ont fortement collecté en 2020.

Les investisseurs sont attirés par la dimension positive et concrète de l'investissement à impact. Il semble en effet bien plus valorisant d'investir dans un fonds qui sélectionne des entreprises permettant d'éviter des émissions de CO2 ou de traiter des personnes atteintes du cancer que dans un fonds qui a un score ESG supérieur d'un point à celui de son indice de référence.

Les régulateurs ont, eux, la volonté de canaliser l'épargne vers des investissements vertueux dans le cadre de la transition énergétique par exemple, mais s'inquiètent également du potentiel **impact washing**.

FLH : Justement la question de savoir si l'investissement à impact est possible dans le cadre des actions cotées fait débat. Quelle est ton opinion sur ce point ?

ES : Tout d'abord soyons très clairs. Si j'investis 100 000 euros, un million ou cent millions dans un fonds d'actions cotées cela n'augmentera pas l'impact des entreprises que le gérant a sélectionné dans son portefeuille. En effet les actions sont acquises sur le marché secondaire et il n'y a donc pas de flux financier vers l'entreprise lui permettant de réaliser de nouveaux investissements par exemple. Les cas d'une introduction en bourse ou d'une augmentation de capital peuvent être différents mais ils restent marginaux.

Le fait de mettre en œuvre des actions d'engagement poussant l'entreprise à développer davantage ses activités d'impact est également possible mais cela nécessite des capitaux importants, le succès n'est pas garanti et la traçabilité de l'impact est complexe.

La communication des gestionnaires d'actifs doit donc être

exemplaire sur ce point.

En revanche, un gestionnaire peut tout à fait mettre en œuvre le processus décrit plus haut dans le cadre d'une gestion actions cotées et construire un portefeuille constitué d'entreprises répondant aux exigences d'intentionnalité, de matérialité, d'additionnalité et de mesurabilité d'un processus d'impact même si les candidats seront sans doute peu nombreux.

De plus, en tant qu'actionnaire de l'entreprise l'investisseur en devient un des co-proprétaires et peut donc associer son investissement à une fraction des impacts générés par les entreprises, à hauteur du pourcentage du capital détenu dans chacune d'entre elles.

Le concept d'impact a donc, à mon sens, toute sa place dans le domaine des actions cotées même s'il est nécessaire de bien appréhender les différences avec le financement de projets par exemple.

Le régulateur autorisant les fonds d'actions cotées à recourir à des mécanismes de compensation d'impacts négatifs, au travers du recours à des certificats carbone par exemple, nous ne voyons pas de raison qu'il s'oppose à une communication sur des impacts positifs à condition que celle-ci respecte les conditions évoquées précédemment. Nous avons d'ailleurs remarqué qu'il se montre d'ores et déjà vigilant dans ce domaine.

FLH : enfin on parle souvent des impacts des produits ou services des entreprises. Toutefois une entreprise ne génère-t-elle pas également des impacts via ses opérations ?

ES : En effet, les gestionnaires de fonds d'impact se focalisent généralement sur les impacts générés par les activités de l'entreprise. Cependant, ils sont également la plupart du temps attentifs aux impacts générés par les opérations. Mais ceux-ci sont souvent plutôt des impacts négatifs qui peuvent certes être réduits mais n'entrent pas dans le cadre de ce que nous avons présenté plus haut. Une exception importante est la création d'emplois qui ne reste que rarement mesurée par les gestionnaires du moins dans le domaine des actions cotées.

Lettre rédigée le 18 janvier 2021