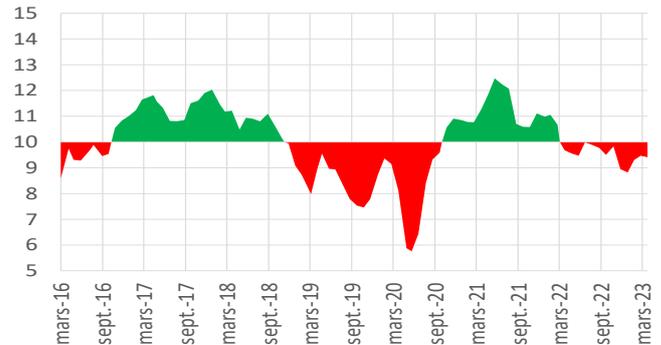


FOCUS MACRO : LE CALME AVANT LA TEMPÊTE ?

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse marginalement de 9,5 à 9,4. Cette stabilité s'explique par le fait que l'amélioration de la composante tendance est compensée par une baisse de la composante niveau. Au niveau des facteurs, la note « immobilier » progresse grâce à un impact positif de la Chine. A l'inverse, la note « politique monétaire » corrige à la suite de la baisse des chiffres d'inflation partout dans le monde. Le PMI global composite progresse de 52,1 à 53,4 sur la période. Dans un environnement incertain, cet indicateur est rassurant pour 2023. Mais l'impact des hausses de taux depuis un an n'est certainement pas encore pleinement intégré par les chefs d'entreprises.

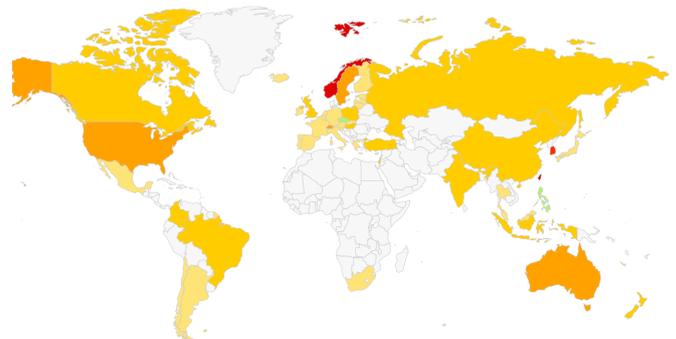
Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Au niveau des différentes zones géographiques, la stabilité domine également. En Chine, la note baisse de 9,9 à 9,5. Cette correction sur le mois de mars déçoit car la réouverture complète de la Chine ne semble pas encore avoir impacté l'ensemble de son économie. Dans notre scénario, la Chine reste toutefois le principal moteur de la croissance mondiale en 2023. Concernant les États-Unis, la note se dégrade légèrement. Cette tendance reflète les craintes actuelles sur la première économie. La probabilité de récession à un an pour ce pays se situe actuellement à 65%. A l'inverse, la zone euro surprend positivement avec une note qui se situe à 10.

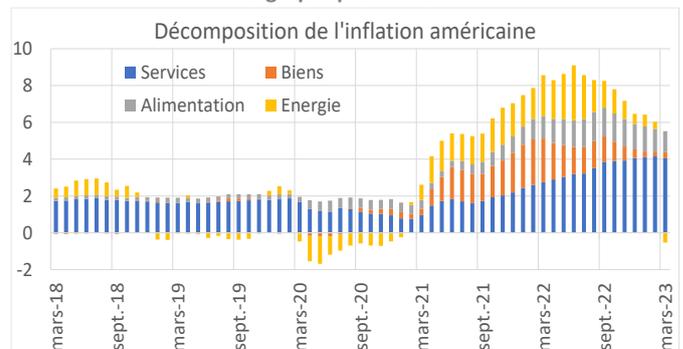
Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Aux États-Unis, l'inflation et la récession restent les deux sujets principaux d'inquiétude pour les investisseurs. Concernant le premier, la dynamique inflationniste est positive avec une baisse importante et continue (graphique à droite) depuis le point haut atteint en juin 2022. La Banque centrale américaine a néanmoins besoin d'avoir une confirmation d'une inversion claire de tendance au niveau de la croissance des salaires avant de pouvoir être plus à l'aise pour mettre fin à sa stratégie de resserrement monétaire. Concernant la récession, ce scénario est de notre point de vue aujourd'hui une possibilité et non une certitude.

Le graphique du mois



Source : Sanso IS; Bloomberg

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) baisse de 5% (probabilité de 50%). Même si le stress sur les banques a pu générer de l'inquiétude, la baisse de l'inflation mondiale couplée à la reprise chinoise sont des éléments positifs à moyen terme. En s'appuyant sur les mêmes arguments, le scénario de croissance modérée progresse de 40% à 45%. Enfin, le scénario plus positif (rebond important) garde une probabilité faible (5%) car tous les feux sont loin d'être encore au vert.

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.

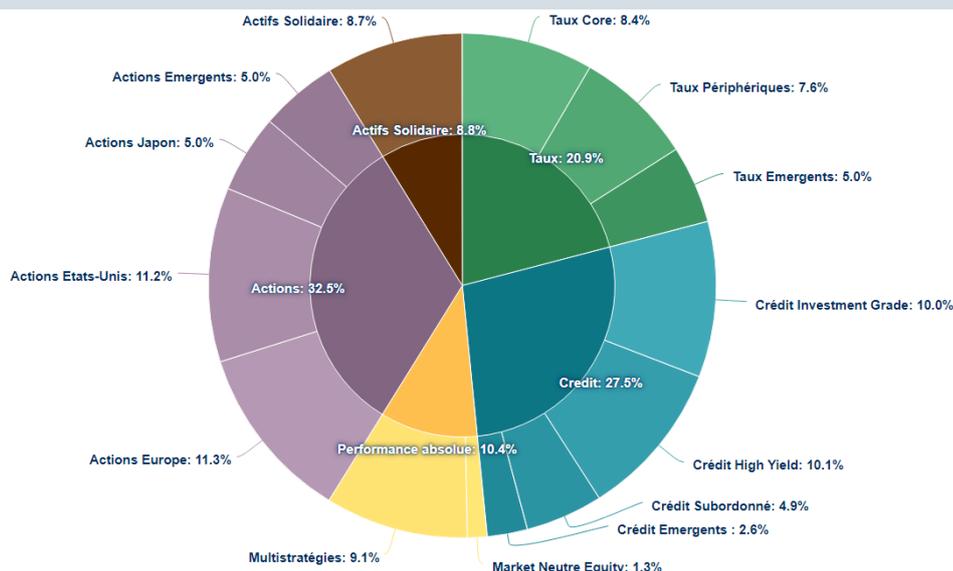
FOCUS ALLOCATION : LA DIVERSIFICATION RETROUVE DE L'INTÉRÊT

par Cyriaque DAILLAND

2022 restera une terrible année pour la diversification puisque quasiment l'ensemble des classes d'actifs ont baissé sur la période. De manière encore plus exceptionnelle, les performances en absolu sont très proches entre un indice action, un indice obligataire souverain et un indice crédit. Cet environnement a ainsi généré une situation étrange où les différents profils (prudent, modéré ou agressif) affichent quasiment tous les mêmes performances... Ce constat montre clairement que la construction du portefeuille n'a pas du tout fonctionné en 2022. Paradoxalement, la contre-performance des classes d'actifs obligataires permet d'envisager 2023 de manière beaucoup plus sereine pour les fonds diversifiés. En effet, les poches obligataires de ce type de fonds ont retrouvé deux aspects très positifs : un rendement attractif et une capacité de diversification. Mars 2023 a ainsi bien montré qu'en cas de fort stress, les investisseurs se tournent de nouveau vers les actifs obligataires, en particulier le souverain. **Dans ce contexte, la gestion diversifiée flexible retrouve aujourd'hui un intérêt réel pour un investisseur souhaitant profiter des opportunités des marchés financiers tout en maintenant un niveau de risque maîtrisé.**

Positions au	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-		=	+		
CLASSES D'ACTIFS							
		Obligations		Monétaire		↔	
				Crédit		↔	Haut rendement
			Actions			↔	
OBLIGATIONS							
		Core				↔	Etats-Unis (10 ans)
			Périphériques			↔	Grèce et Italie
			Emg Local			↔	
			Emg Hard			↔	
CREDIT							
		Invest. Grade				↔	
			High Yield			↔	Cross Over, Faible Sensi.
			Subordonnées			↔	
				Emergents		↔	Amérique latine
ACTIONS							
			Europe			↔	
			Etats-Unis			↔	
			Japon			↔	
			Emergents			↔	
DEVISES vs EUR							
			USD			↔	
			JPY			↔	
			G10			↔	
			Emergents			↔	

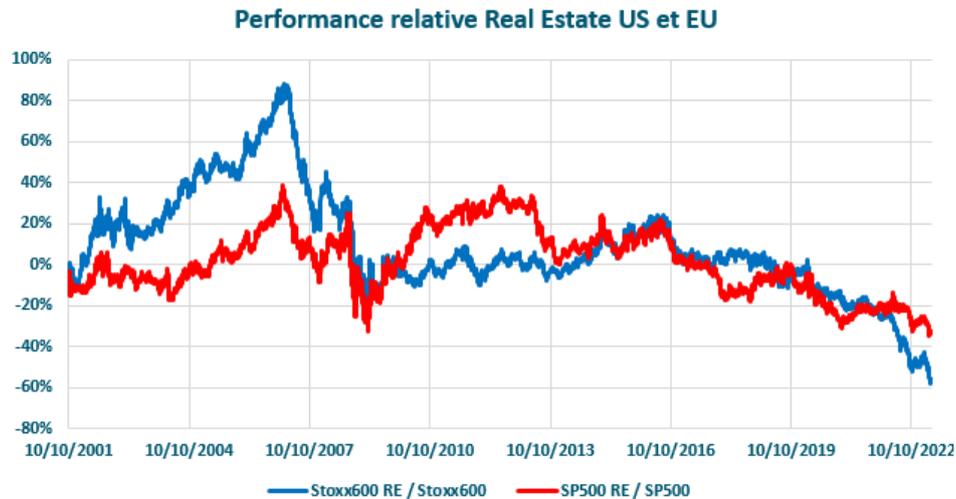
Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions ESG**. Le portefeuille est ainsi construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée avec une prise en compte systématique, dans son processus d'investissement, de critères extra-financiers.**



FOCUS MARCHÉ : APRÈS LES BANQUES, L'IMMOBILIER ?

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Après avoir inquiété les investisseurs le mois dernier, les répercussions des faillites des banques américaines et de Crédit Suisse se font maintenant sentir sur d'autres secteurs, notamment sur l'immobilier, qui était déjà en difficulté depuis plusieurs mois et qui connaît une détérioration accélérée par rapport au reste du marché.



Les raisons de cette aversion pour le secteur de l'immobilier se concentrent principalement sur **l'immobilier d'entreprise**.

Après l'augmentation du **télétravail** parmi les locataires de bureaux tels que les banques, les cabinets d'avocats et les sociétés de conseil, ainsi que la montée en puissance de **l'E-commerce**, les propriétaires immobiliers doivent maintenant faire face à une augmentation rapide des **coûts d'emprunt** alors que les Banques centrales relèvent les taux d'intérêt pour contrer une **inflation** trop élevée.

L'effet de levier a toujours été une caractéristique propre à l'immobilier, mais les récentes défaillances bancaires aux États-Unis et le sauvetage de Crédit Suisse par son concurrent UBS, ont accru **les craintes quant à la disponibilité et au coût du crédit**. Les prix de l'immobilier ont déjà fortement baissé ces derniers mois, tandis que les vieux bâtiments dans des emplacements périphériques sont de plus en plus difficiles à vendre. Cette dissociation est notamment visible à Paris, entre les prix des bâtiments commerciaux intra et extra muros.

Les entreprises du secteur immobilier sont également confrontées à des défis de rentabilité en raison des investissements supplémentaires requis pour se conformer aux réglementations de plus en plus strictes en matière **d'efficacité énergétique** des bâtiments.

Les investisseurs se demandent si une crise généralisée du secteur immobilier, comme celle de 2008-2009, avec une contagion aux banques, est possible. Cependant, il convient de noter que le secteur de l'immobilier ne représente qu'une très faible part des indices globaux, avec des profils relativement différents à travers l'immobilier industriel, commercial, résidentiel et de bureaux.

Le secteur de l'immobilier ne représente que 2,5% de l'indice MSCI World, ce qui en fait le plus petit des 11 secteurs GICS, et la part de l'immobilier commercial est également faiblement représentée, avec seulement 6% d'immobilier de bureaux dans les REITs américaines.

La plupart des analystes estiment aujourd'hui qu'une répétition de la crise financière de 2008, où la dégradation des prêts adossée à l'immobilier commercial a sapé les capitaux des banques, est peu probable. **Ils prédisent plutôt une période prolongée d'ajustement douloureux plutôt qu'un choc court et violent.**

Il est certain que tant qu'une diminution des politiques restrictives des Banques centrales ne se manifeste pas par une baisse des taux d'intérêt, le secteur de l'immobilier aura du mal à se redresser.

Néanmoins, la situation actuelle est bien différente de celle de 2008, car les banques ont une exposition plus faible à ce secteur et sont soumises à des règles beaucoup plus strictes en matière de stabilité financière de leur portefeuille.

FOCUS ISR : SYNTHÈSE DU SIXIÈME RAPPORT DU GIEC

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Le mois dernier, le GIEC (Groupe d'experts Intergouvernemental sur l'Évolution du Climat) a publié son rapport de synthèse qui conclut le 6ème cycle d'évaluation. Ce rapport reprend les données présentées dans les trois volumes qui constituent ce cycle :

- « Les éléments physiques du climat » publié en août 2021 ;
- « Impacts, adaptation et vulnérabilité » publié en février 2022 ;
- « Atténuation » publié en avril 2022.

Cette synthèse fera office de base scientifique pour le premier bilan mondial de l'Accord de Paris, qui aura lieu lors de la COP 28 à Dubaï, fin 2023.

La synthèse se compose de trois parties : l'état actuel du monde et les tendances, les changements climatiques futurs, les risques et les réponses à long terme et enfin les réponses à court terme.

Le rapport constate que les émissions anthropiques nettes mondiales de gaz à effet de serre (GES) ont augmenté d'environ 12% depuis 2010 et 54% depuis 1990. Les combustibles fossiles et les procédés industriels (CO₂-FFI) représentent la plus grande part et la plus forte croissance des émissions brutes de GES, suivi du méthane. Les secteurs de l'énergie, des transports, de l'industrie et du bâtiment représentent 79% des émissions totales en 2019, celui de l'agriculture 22%.

L'augmentation des émissions due à l'accroissement de l'activité économique mondiale a plus que compensé les gains en termes d'efficacité énergétique dans l'industrie, conduisant à une hausse des émissions de 1.3% par an sur la période 2010-2019.

En ce qui concerne l'avenir seule une minorité des scénarios modélisés, les plus ambitieux, permet de limiter le réchauffement climatique à 1,5°C d'ici à 2100 sans dépasser temporairement ce niveau.

Si on s'en tient aux Contributions Déterminées au niveau National (CDN) soumises par les États lors de la COP en 2021 un réchauffement compris entre 1,5°C et 2°C au cours du XXIe siècle est probable.

De plus, le rapport note des écarts entre les émissions résultant des politiques mises en œuvre et celles des CDN. Les politiques mises en œuvre à la fin de 2020 devraient se traduire par des émissions mondiales de GES plus élevées en 2030 que celles prévues par les CDN.

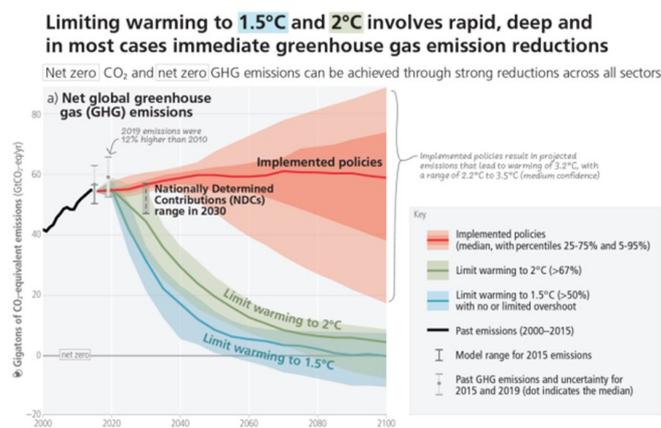
Si les politiques ne sont pas renforcées, le réchauffement de la planète devrait atteindre 3,2°C d'ici à 2100.

Cela s'explique en partie par des flux financiers bien inférieurs aux niveaux nécessaires pour atteindre les objectifs climatiques dans tous les secteurs et toutes les régions.

Depuis la publication du 5ème rapport du GIEC, une tendance à la hausse des financements mondiaux pour le climat se dessine. Elle reste néanmoins insuffisante, en particulier dans les pays en développement.

Or, selon les différentes trajectoires modélisées par le rapport, le GIEC affirme que pour limiter le réchauffement à 1,5°C voire à 2°C, cela implique des réductions rapides, profondes et immédiates des émissions de gaz à effet de serre dans tous les secteurs, au cours de la présente décennie.

Ces actions à court terme impliquent des investissements élevés et d'après le rapport, le financement est l'un des piliers essentiels pour accélérer l'action climatique.



Dans des scénarios limitant le réchauffement à 2°C ou à 1,5°C, les besoins annuels moyens d'investissement en matière d'atténuation pour la période 2020-2030 sont de trois à six fois supérieurs aux niveaux actuels.

Les investissements en matière d'atténuation (publics, privés, nationaux et internationaux) doivent eux aussi augmenter dans tous les secteurs et toutes les régions.

Le rapport ajoute que les investisseurs, les intermédiaires financiers, les Banques centrales et les régulateurs financiers ont un rôle à jouer pour réduire les inadéquations sectorielles et régionales entre les capitaux disponibles et les besoins d'investissement.

Lettre rédigée le 18 avril 2023