

FOCUS MACRO : LA CHINE, UN NOUVEAU FACTEUR DE RALENTISSEMENT

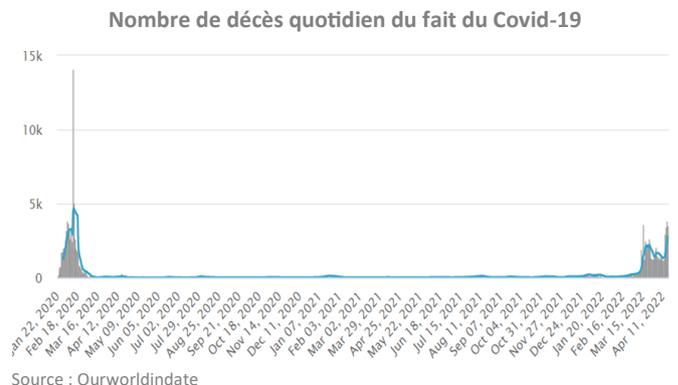
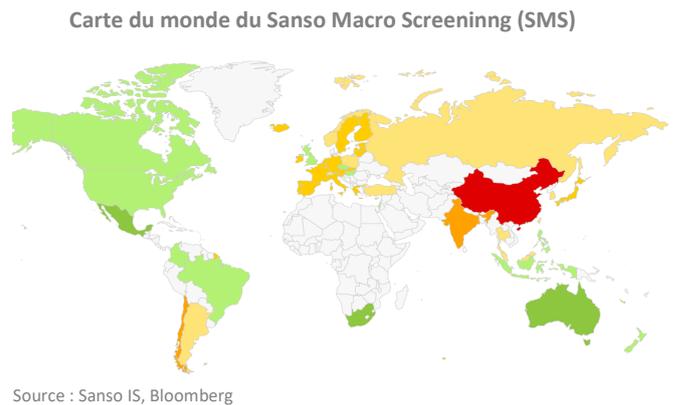
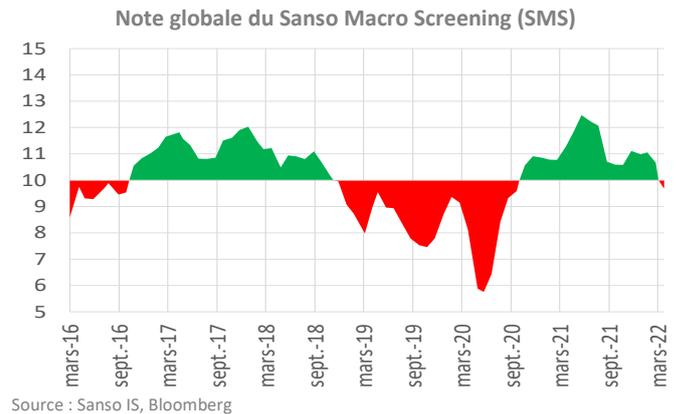
La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse sur le mois de manière significative puisqu'elle passe de 10,7 à 9,7. Ce mouvement que nous pourrions imaginer s'expliquer par la guerre en Ukraine avec une forte chute de la note de la zone euro trouve en réalité son origine en Chine. Au niveau des facteurs, ce sont les indicateurs avancés, la consommation et les échanges qui baissent le plus sur la période. Le principal sujet est de savoir si le ralentissement en cours pourrait peser durablement sur l'activité. De notre côté, nous considérons toujours qu'une croissance mondiale en 2022 entre 3% et 4% reste le scénario principal. Le PMI global composite affiche d'ailleurs un niveau rassurant à 52,7.

Au niveau géographique, la violente chute de la note de la Chine impressionne. Sur la période, elle passe ainsi de 10,7 à 6,8. Cette forte correction se matérialise sur différents facteurs (indicateurs avancés, consommation, échanges, activité). Le facteur immobilier était déjà très mal orienté depuis plusieurs mois. Le choix d'une politique très stricte vis-à-vis de la Covid-19 explique en grande partie ce mouvement. Du côté des États-Unis, la note reste relativement stable (11,3 au lieu de 11,5). L'économie américaine apparaît comme robuste actuellement. En zone euro, la note baisse de 10,7 à 9,9 mais le scénario catastrophe avec une récession à venir ne nous semble pas crédible au vu de cette dynamique.

Concernant la Covid-19, le variant Omicron est aujourd'hui un sujet secondaire pour les investisseurs... à l'exception de la Chine. En effet, le choix des autorités chinoises de mener une politique zéro covid avec des confinements de villes entières a un coût économique extrême. Celui-ci semble difficilement tenable même en actionnant les leviers budgétaires et monétaires. Le président Xi va devoir modifier son approche pour atteindre son objectif de 5,5% de croissance en 2022. L'exemple chinois montre que la Covid-19 est une endémie et non plus une pandémie. Cela reste néanmoins un problème lorsque cela concerne la deuxième économie mondiale !

Par rapport au mois précédent, les probabilités de chaque scénario sont stables. Du côté du scénario négatif (ralentissement marqué), la probabilité reste à 40%. Néanmoins, le risque de ralentissement en Chine a augmenté sur la période. Il est toutefois compensé par une baisse du risque ukrainien du fait de la stabilisation des matières premières. Le scénario de croissance modérée reste notre scénario centrale (probabilité de 55%). La probabilité d'un scénario de forte accélération de l'économie est faible (5%).

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.

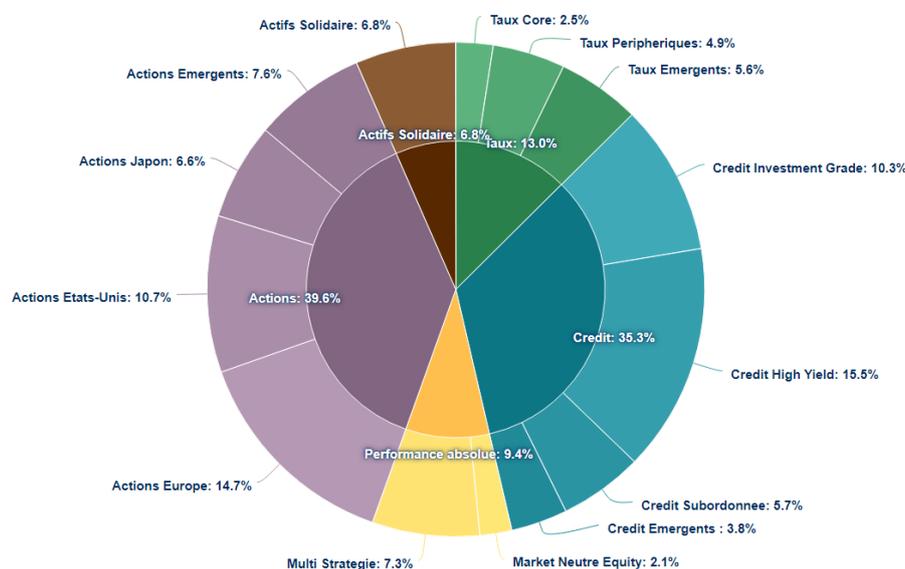


FOCUS ALLOCATION : EUROPE OU ÉTATS-UNIS, QUELLE ZONE PRIVILÉGIÉE ?

La question des choix géographiques est clé dans la réussite d'une allocation. Parmi les pays développés, cela consiste souvent à choisir entre l'Europe et les États-Unis. En début d'année, au niveau des marchés actions, nous avons fait le choix de préférer l'Europe aux États-Unis. En effet, de nombreux facteurs étaient alors favorables à cette zone : valorisation, résultat des entreprises, politique monétaire ou encore croissance économique... Malheureusement, avec la guerre en Ukraine annoncée en février, ces facteurs apparaissent aujourd'hui comme beaucoup moins favorables à l'Europe. Par exemple, les résultats d'entreprises vont être révisés à la baisse tout comme la croissance économique. Dans le même temps, la Banque centrale européenne (BCE) se trouve dans une situation particulièrement inconfortable concernant sa politique monétaire avec une inflation énergétique qui explose. À l'inverse, les actions américaines apparaissent bien moins impactées par la guerre en Ukraine. **Par conséquent, au niveau de notre allocation action stratégique, il nous semble aujourd'hui pertinent de rééquilibrer nos expositions géographiques de l'Europe vers les États-Unis.**

Positions au	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-		=	+		
CLASSES D'ACTIFS							
		Obligations		Monétaire		↔	
			Crédit			↔	
			Actions			↔	
OBLIGATIONS							
		Core				↔	Etats-Unis
		Périphériques				↔	Grèce, Italie
			Emg Local			↔	
			Emg Hard			↔	
CREDIT							
		Invest. Grade				↔	
			High Yield			↔	Cross Over, Faible Sensi.
				Subordonnées		↔	AT1
				Emergents		↗	Asie
ACTIONS							
			Europe			↔	
			Etats-Unis			↔	
			Japon			↔	
			Emergents			↔	Chine
DEVICES 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.**



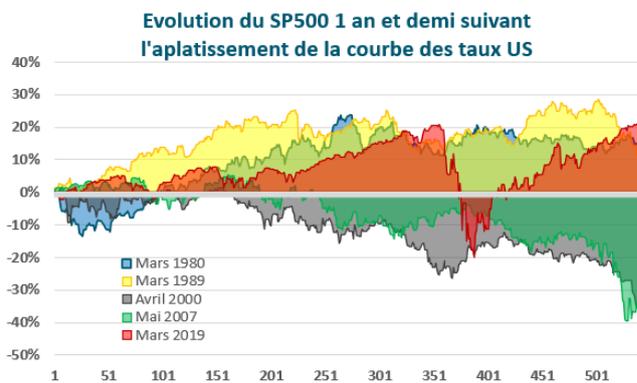
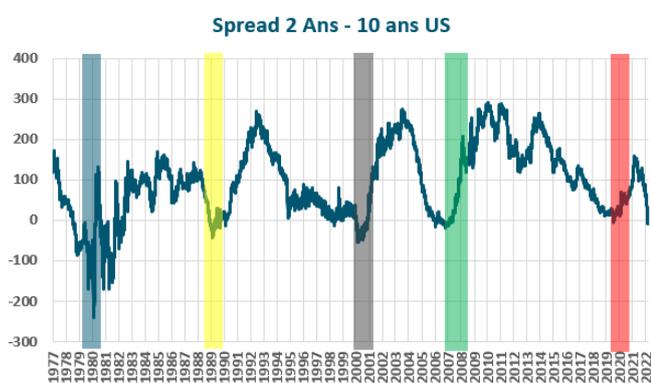
FOCUS MARCHÉ : RÉCESSION ET TAUX RÉELS

Récession. Le mot est sur toutes les lèvres et sous toutes les plumes depuis quelques semaines, comme souvent lorsque les taux courts se rapprochent du niveau des taux longs voire les dépassent.

Cet aplatissement de la courbe des taux est souvent le signal annonciateur d'une récession imminente et logiquement les investisseurs s'interrogent aujourd'hui sur la probabilité d'un ralentissement de l'économie alors que les prévisions de croissance pour 2022 se situent toujours sur des niveaux supérieurs à 3%.

L'une des principales inquiétudes réside dans le potentiel de contraction des marchés actions lorsque l'économie plonge dans ce scénario. Et pourtant, si nous regardons l'impact d'un aplatissement de la courbe de taux (graphique de gauche — Spread 2 ans/10 ans proche de 0) sur le marché américain (graphique de droite), il nous est difficile de faire ressortir une tendance nette de correction des marchés suivant ces signaux.

En effet, les trois principaux drawdowns résultent finalement d'évènements exogènes à la macroéconomie : crise des subprimes, bulle internet et crise sanitaire.



Source : SANSO IS, Bloomberg, MSCI

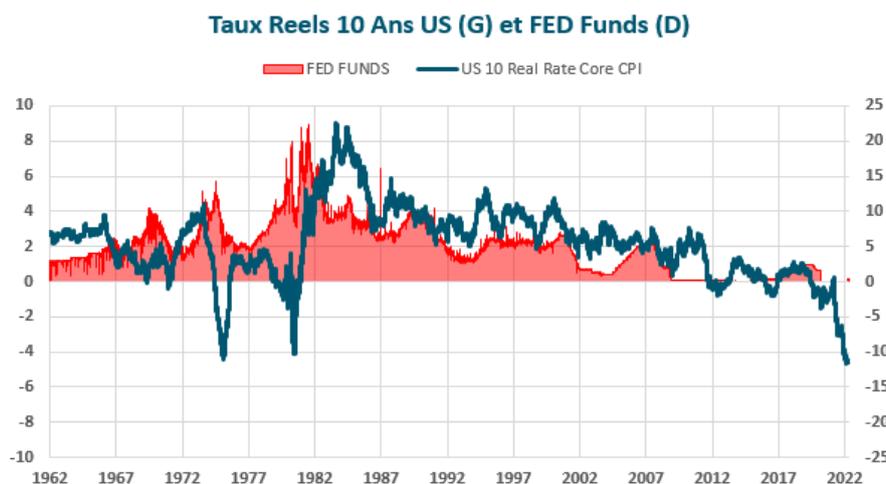
Chaque cas d'aplatissement de la courbe est donc à prendre indépendamment des autres, en remettant en contexte ces variations de taux par rapport à la situation macroéconomique, la croissance anticipée et l'inflation effective.

La remontée récente des taux courts, faisant face à une inflation qui affiche des niveaux jamais vus depuis plus de 40 ans, doit donc être recontextualisée.

Si l'on regarde les taux réels⁽¹⁾ américains sur les 50 dernières années, les niveaux actuels n'ont été atteints que deux fois : en 1975 et en 1980.

Lors de ces deux occurrences, les FED Funds⁽²⁾ ont été drastiquement augmentés afin de contrer une inflation qui dépasse alors les 10% entraînant ainsi une chute significative de la croissance américaine.

Le caractère transitoire de l'inflation reste donc au centre des préoccupations.



Source : SANSO IS, Bloomberg, MSCI

Dans le meilleur des cas, et si l'hypothèse d'une inflation temporaire tirée par la montée des prix de l'énergie et des matières premières se confirme, le resserrement monétaire à venir de la FED devrait suffire à faire refluer ce gonflement. En revanche, si cette dernière venait à perdurer sur 2023, les banques centrales devraient forcer le ton, et ce, au détriment de la croissance mondiale et notamment des sociétés les plus endettées.

(1) Taux à 10 ans corrigés de l'inflation ; (2) Taux Directeur de la Réserve Fédérale

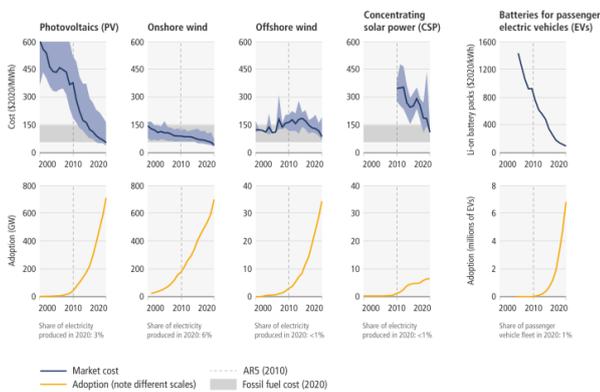
FOCUS ISR : QUE PRÉCONISE LE GIEC POUR LIMITER LE CHANGEMENT CLIMATIQUE ?

Après les deux premiers volets qui portaient sur l'état des lieux en termes de changement climatique, les conséquences du réchauffement et notre capacité à nous adapter à celui-ci, le Groupe d'experts Intergouvernemental sur l'Évolution du Climat (GIEC) vient de publier le troisième et dernier volet de son sixième rapport d'évaluation qui s'intéresse aux solutions à adopter pour limiter le réchauffement climatique.

Les experts notent que les progrès réalisés au cours de la dernière décennie nous donnent la possibilité de réduire fortement nos émissions de gaz à effet de serre.

En effet, le rapport constate que depuis 2010, les coûts de l'énergie solaire, éolienne et des systèmes de stockage d'énergie ont fortement diminué, jusqu'à 85% dans certains cas. De même, la mise en place de différentes réglementations a permis d'améliorer le rendement énergétique, réduire les taux de déboisement et accélérer le développement des énergies renouvelables.

The unit costs of some forms of renewable energy and of batteries for passenger EVs have fallen, and their use continues to rise.



Source : Intergovernmental panel on climate change, Climate change 2022

Néanmoins, il faut intensifier ces efforts pour atteindre l'objectif de limiter le réchauffement climatique à 1,5 degré. Les experts insistent sur le fait que pour respecter cet objectif les émissions mondiales de gaz à effet de serre devraient culminer « avant 2025 au plus tard et être réduites de 43% d'ici 2030 ». Ils ajoutent qu'en parallèle, les émissions de méthane devraient également être réduite d'un tiers.

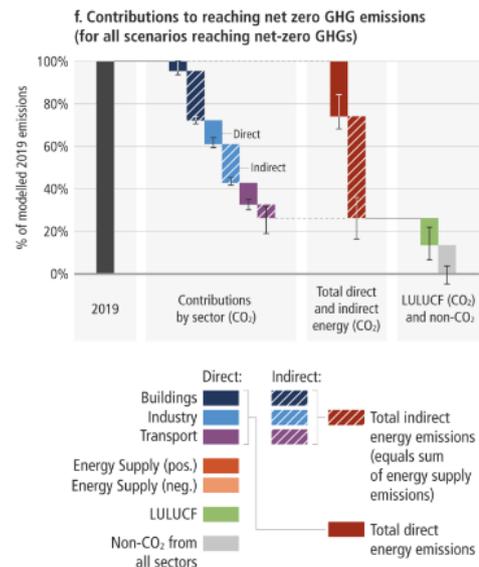
Pour cela, d'importantes actions de transition sont nécessaires dans le secteur énergétique, en particulier la réduction drastique de l'utilisation des combustibles fossiles. L'utilisation de sources d'énergies bas carbone ou neutres comme l'hydroélectricité, le photovoltaïque ou l'éolien devra être privilégiée. Le GIEC met aussi en avant les solutions de captage et de stockage de CO2 comme les plantations d'arbres ou l'extraction du CO2 de l'atmosphère.

Selon les experts du GIEC, la réduction de la consommation d'énergie doit également passer par une réduction de la demande énergétique. Celle-ci implique par exemple une modification des régimes

alimentaires ou encore la rénovation énergétique des bâtiments.

L'atténuation de la demande énergétique est très importante car elle pourrait conduire à une réduction des émissions de gaz à effet de serre de 40% à 70% d'ici 2050.

Par ailleurs, le rapport préconise de réduire les émissions industrielles, le secteur étant responsable d'environ un quart des émissions mondiales. Pour ce faire, le GIEC identifie deux voies d'amélioration. La première consiste à mettre en place une gestion et une utilisation plus efficace des matériaux. Le secteur devra réutiliser, recycler et diminuer au maximum les déchets.



Source : Intergovernmental panel on climate change, Climate change 2022

De plus, il sera nécessaire d'adopter de nouveaux procédés de production, d'utiliser des sources d'énergies propres voire de mettre en place des mécanismes d'absorption et de stockage de carbone. Ces changements sont indispensables pour que le secteur industriel puisse atteindre des émissions nettes nulles.

Outre les enjeux liés aux facteurs économiques et technologiques, les experts du GIEC soulèvent des questions sur les facteurs socio-politiques et institutionnels.

En effet, le rapport démontre que nous disposons du volume de capitaux et de liquidités suffisant pour réaliser les investissements qui permettraient de limiter le réchauffement climatique à 2°C d'ici 2030.

Il est donc essentiel que les gouvernements et la communauté internationale adoptent les mesures financières et politiques qui permettraient d'utiliser ces capitaux pour aboutir à une limitation de l'élévation de la température.

Lettre rédigée le 20 avril 2022



Société de gestion agréée par l'AMF sous le N° GP-1100033 – www.amf-france.org
Enregistrée auprès de l'Orias sous le numéro 120 661 96 SAS au capital de 556 173 euros – N° SIREN 535 108 369 RCS Paris

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir. Ces données sont communiquées pour vous permettre d'apprécier le contexte de marché dans le lequel le FCP est géré et ne constituent en aucune manière des indices de référence. La flexibilité des stratégies mises en œuvre dans le FCP rend caduque toute comparaison avec un indice figé du marché.