

## FOCUS MACRO : L'ÉCONOMIE RALENTIT DE PLUS EN PLUS CLAIREMENT

par Cyriaque DAILLAND

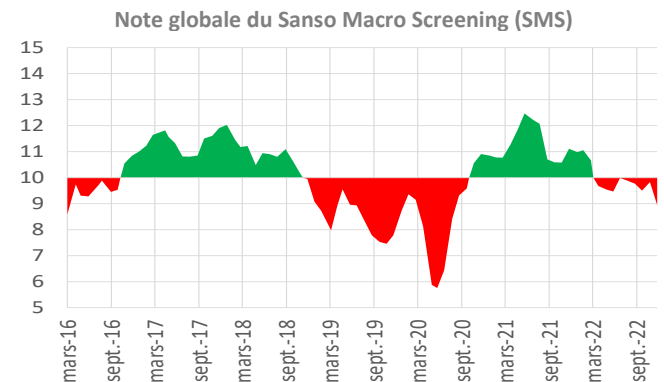
**La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)<sup>1</sup> corrige de 9,8 à 9,0.** Cette baisse montre que les données d'activités réelles commencent à refléter la baisse depuis plusieurs mois des indicateurs avancés. Ainsi, les notes des facteurs tels que l'activité, les échanges ou la consommation connaissent des corrections sur le mois. Ce changement de tendance, qui doit néanmoins être confirmé durant les prochaines semaines, donne au scénario de récession beaucoup plus d'importance. Du côté des indicateurs avancés, le PMI global composite continuant de baisser (49 à 48), il confirme également que l'économie mondiale s'enfonce progressivement dans un ralentissement de plus en plus profond.

**D'un point de vue géographique, les Etats-Unis et la Chine surprennent négativement.** Concernant la première économie mondiale, la note baisse significativement puisqu'elle passe de 9,5 à 7,8. Ce sont les facteurs activités, échanges et immobilier qui connaissent les corrections les plus marquées. En absolu, la croissance américaine est toujours à un niveau relativement acceptable mais la tendance des publications récentes montre une dynamique négative. En Chine, la note corrige en passant de 8,8 à 7,5. Cette tendance s'explique par des confinements généralisés à travers tout le pays. La situation pourrait radicalement changer dans les prochains mois. La zone euro et le Japon affichent des notes autour de 10.

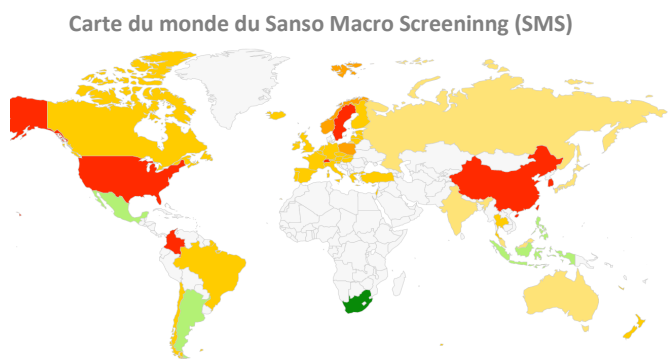
**Concernant la Covid-19, l'incohérence chinoise que nous avons soulignée dans la lettre du mois de novembre entre une politique officielle zéro covid et une réouverture de l'économie a trouvé son dénouement.** En effet, les autorités chinoises ont fait le choix d'ouvrir l'économie et de tenter de gérer l'explosion du nombre de cas alors que le niveau de vaccination reste limité dans le pays et que le système hospitalier ne devrait pas être capable de gérer l'explosion du nombre de cas. Les prochains mois risquent donc d'être compliqués pour la Chine mais la tendance économique devrait progressivement s'améliorer.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) garde une probabilité de 70%. Le principal sujet concernant ce scénario est d'évaluer l'ampleur de la potentielle récession. Le scénario de croissance modérée se situe toujours à 25%. Même si les données économiques sont mauvaises, une baisse de l'inflation rapide aux Etats-Unis ou un rebond de la croissance chinoise pourraient permettre de maintenir une croissance positive en 2023. Le scénario plus positif (rebond important) a une probabilité faible (5%).

<sup>1</sup> 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.



Source : Sanso IS, Bloomberg



Source : Sanso IS, Bloomberg



Source : Ourworldindata

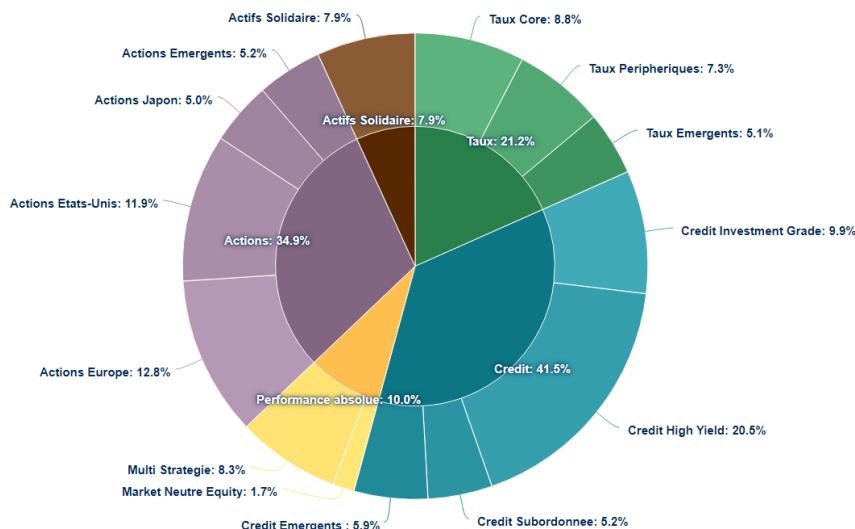
# FOCUS ALLOCATION : LE JEU COMPLEXE DES BANQUES CENTRALES

par Cyriaque DAILLAND

L'inflation américaine baisse depuis plusieurs mois de manière évidente. Elle reste toutefois à un niveau beaucoup trop élevé (7,1% en novembre) par rapport à l'objectif (2%) de la Banque centrale américaine (FED). Jerome Powell continue de tenir un discours relativement agressif par crainte de desserrer l'étau monétaire trop tôt, comme ses prédécesseurs dans les années 70. Il reste néanmoins possible que la Banque centrale américaine puisse se dégager quelques marges de manœuvres en 2023 afin d'atténuer le risque de récession qu'elle nourrit actuellement du fait de ses multiples hausses de taux. En zone euro, la situation semble beaucoup plus compliquée. En effet, Christine Lagarde a choisi une position très agressive en annonçant encore de nombreuses hausses de taux afin de lutter contre une inflation très importante. **La BCE apparait aujourd'hui comme relativement en retard vis-à-vis de la FED ce qui pourrait se traduire par un coût économique élevé pour l'économie de la zone euro.** Ainsi, dans ce contexte toujours incertain, nous privilégions toujours le crédit « high beta » qui offre un coussin amortisseur important grâce à un rendement toujours élevé sur la classe d'actifs.

Positions au 19/12/2022	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-	=	+	++		
<b>CLASSES D'ACTIFS</b>							
			Monétaire			↔	
		Obligations			Crédit	↔	
			Actions			↔	
<b>OBLIGATIONS</b>							
		Core				↔	Etats-Unis (10 ans)
			Périphériques			↔	Grèce et Italie
			Emg Local			↔	
			Emg Hard			↔	
<b>CREDIT</b>							
		Invest. Grade				↔	
				High Yield		↔	Cross Over, Faible Sensi.
				Subordonnées		↔	AT1
				Emergents		↔	
<b>ACTIONS</b>							
			Europe			↔	
			Etats-Unis			↔	
			Japon			↔	
			Emergents			↔	
<b>DEVICES vs EUR</b>							
			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 : 2022, ANNÉE NOIRE POUR LE 50-50

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Les gérants diversifiés verront cette année 2022 se terminer sans regret tant les rotations de styles auront été fréquentes et tant les tendances auront été difficiles à capter tout au long de l'année. Une année délicate donc pour les gérants d'actifs qui auront eu en plus à faire face à un phénomène relativement rare avec une certaine uniformisation des performances négatives sur l'ensemble des classes d'actifs.

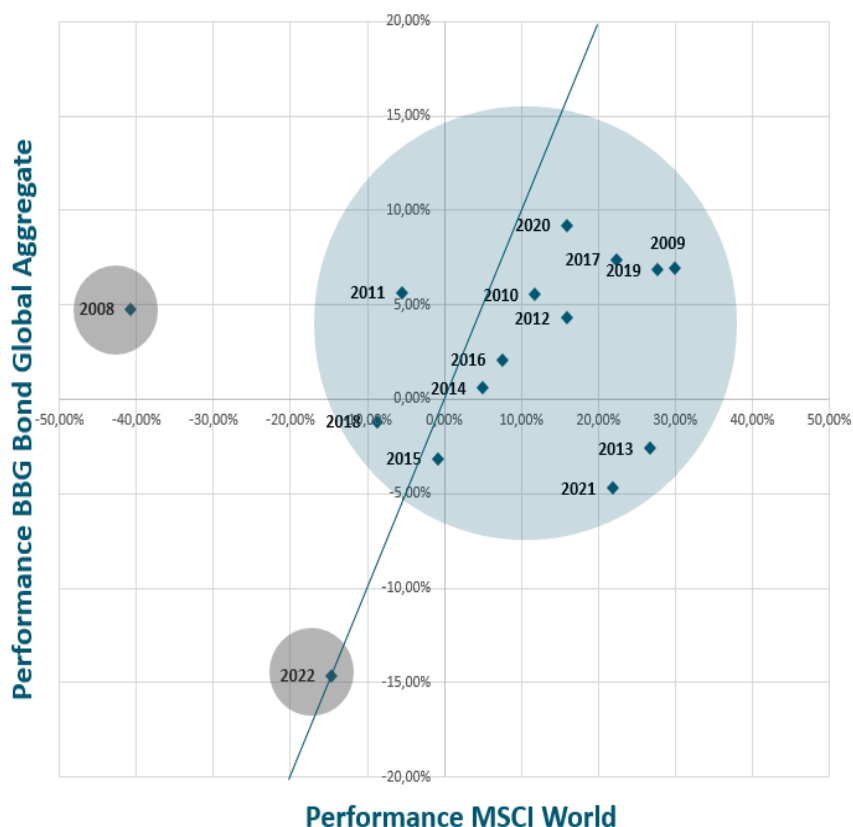
Après une année 2021 très positive sur les marchés actions et avant que les Banques centrales n'engagent un cycle brutal de hausses de taux, 2022 s'annonçait plus favorable aux gérants diversifiés qui, par une allocation plus ou moins importantes sur des classes d'actifs obligataires, allaient pouvoir amortir les replis causés par de probables prises de bénéfices.

Mais il n'en fut rien. Le stress géopolitique et le deuxième choc inflationniste causé par l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont entraîné des replis sur les marchés actions et les marchés de taux d'une ampleur tout à fait comparable. A la date du 14 décembre, l'indice MSCI World (ND) et l'indice Bloomberg Global Aggregate reculent tous les deux d'un peu moins de 15% (Performance exprimée en Dollars US)

Sur le graphique ci-contre sont comparées année après année les performances des deux classes d'actifs depuis 15 ans. 2022 y ressort très clairement comme une année exceptionnelle au même titre que 2008.

Mais si en 2008, dans un contexte de crise financière majeure, les marchés actions corrigeaient de 40%, les marchés obligataires offraient quant à eux un rôle diversifiant significatif grâce à leurs performances positives.

Comme l'indique le tableau ci-dessous, une allocation diversifiée investie à l'époque à hauteur de 50% sur les actions et 50% sur les obligations permettait de diviser par plus de deux le repli annuel.



L'année 2022, en revanche, laisse peu de zones de repli. Avec des performances très négatives et quasi-similaires sur les deux classes d'actifs, une quelconque allocation entre les deux classes d'actifs ne permettra pas d'amortir la baisse.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
50% MSCI World / 50% BBG Global Aggregate	-17,96%	18,46%	8,65%	0,06%	10,07%	12,03%	2,77%	-2,01%	4,80%	14,90%	-4,96%	17,26%	12,55%	8,56%	-14,64%
MSCI World	-40,71%	29,99%	11,76%	-5,54%	15,83%	26,67%	4,94%	-0,87%	7,51%	22,40%	-8,71%	27,67%	15,90%	21,82%	-14,65%
BBG Global Aggregate	4,79%	6,93%	5,54%	5,65%	4,31%	-2,60%	0,59%	-3,16%	2,09%	7,40%	-1,20%	6,84%	9,20%	-4,71%	-14,63%

2015 et 2018 furent aussi des années durant lesquelles, marchés actions et marchés de taux se sont repliés simultanément mais l'impact fut moindre dans la mesure où l'ampleur du repli était plus faible.

**Le caractère exceptionnel de ce phénomène nous amène à penser qu'il est peu probable qu'il ne se reproduise. Les marchés de taux sont beaucoup moins à risque qu'ils ne l'étaient au début de l'année et comme semble l'indiquer le tableau ci-dessus, les années négatives sur les deux classes d'actifs sont généralement suivies de cycles plus favorables.**

# FOCUS ISR : TENDANCES ESG ET CLIMATIQUES POUR 2023

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Dans son analyse annuelle *ESG and Climate Trends to Watch 2023*, MSCI fait le point sur les sujets qui pourraient dominer l'actualité ESG en 2023.

Sept thèmes sont évoqués comme *Changing governance*, *Responses to regulation*, *New frontiers in measurement and transparency* ou encore *Work life*. Ils sont tous reliés à un ou plusieurs enjeux : le climat, la gouvernance, les effectifs, l'investissement, les régulations, la biodiversité et la chaîne d'approvisionnement.

Selon l'étude, la biodiversité a fait partie des thèmes centraux évoqués en 2022 et cela continuera en 2023. C'est un sujet large qui comprend plusieurs enjeux dont la déforestation.

En 2021, des engagements ont été pris lors de la COP26 dans le but d'inverser la tendance de la déforestation. Pourtant, cette même année une superficie supérieure à celle de la Grande-Bretagne a été marquée par une perte de couverture forestière.

Les instances de régulation européenne ont commencé à agir, le Parlement européen a notamment voté en faveur d'une nouvelle réglementation qui exige que tous les biens vendus dans l'Union Européenne n'aient pas été produits en faisant appel à la déforestation. Cela augmente la pression réglementaire pour les entreprises exposées au marché européen.

D'après les analyses de MSCI, seules 11,7% des entreprises de produits alimentaires cotées en bourse et 18,2 % des détaillants alimentaires ont publié leur politique de déforestation. Et dans le secteur papier et produits forestiers, le chiffre est inférieur à 40 %. Les entreprises vont devoir faire des efforts importants pour se conformer aux nouvelles règles.

Dans sa publication, MSCI évoque également les marchés du carbone. D'après une de leur précédente étude, ce sont des marchés qui arrivent à maturité, ils pèsent près de 300 milliards de dollars, ce qui fait que de nombreux investisseurs s'y intéressent.

Plusieurs fonds offrent une exposition au prix du carbone avec pour objectif d'offrir une diversification au sein de portefeuilles plus larges et de permettre aux investisseurs de bénéficier de la revalorisation du prix du carbone.

Dans l'hypothèse où le changement climatique ne serait pas réduit à 2°C, l'exposition directe aux quotas de carbone

pourrait offrir une protection contre la baisse, car les prix du carbone devraient alors augmenter pour compenser l'absence d'actions politiques d'après MSCI.

Par ailleurs, si l'intérêt pour ces fonds continue de croître, les investisseurs retireraient les quotas d'émission de carbone du marché entraînant une augmentation du coût des quotas restants, ce qui pourrait accélérer les efforts de décarbonisation. Toutefois, si l'offre de quotas d'émission est réduite par la participation massive des investisseurs, les prix élevés du carbone pourraient entraîner une hausse des prix de l'énergie ce qui aurait des conséquences sociales négatives.

Carbon (EU ETS) largely uncorrelated with other assets, offering diversification

Carbon (EU ETS)	1.0	0.4	0.2	0.3	0.1	0.4	-0.2	-0.1
Brent crude oil	0.4	1.0	0.3	0.4	0.3	0.4	-0.2	-0.75
Natural gas	0.2	0.3	1.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	-0.5
Copper	0.3	0.4	0.1	1.0	0.4	0.5	-0.2	-0.25
Gold	0.1	0.3	0.1	0.4	1.0	0.2	0.5	0
MSCI ACWI	0.4	0.4	0.2	0.5	0.2	1.0	-0.5	0.25
US Treasury 10Y	-0.2	-0.2	0.1	-0.2	0.3	-0.5	1.0	0.5
Carbon (EU ETS)								0.75
Brent crude oil								1
Natural gas								
Copper								
Gold								
MSCI ACWI								
US treasury 10Y								

Data from Jan. 1, 2012, to Sept. 30, 2022. One-month constant-maturity commodity future prices were used for Brent Crude, natural gas, copper and gold. For carbon (EU ETS), 12-month constant-maturity future prices were used. Source: MSCI ESG Research LLC

Enfin, la chaîne d'approvisionnement fait partie des nouvelles thématiques abordées par MSCI. Un des enjeux de celle-ci réside dans la mise en place d'une forme de circularité pour valoriser les déchets, notamment les composants des appareils électroniques.

Selon l'étude, une récupération efficace des métaux dans les déchets électroniques pourrait réduire la dépendance à l'égard de l'exploitation minière. Outre la réduction des émissions carbone, la transformation des déchets électroniques en une source viable de métaux secondaires permettrait de répondre à la demande croissante de technologies énergétiques propres.

D'après MSCI, la raréfaction de l'offre de métaux énergétiques propres, associée au renforcement des réglementations, pourrait donc être le catalyseur nécessaire pour accélérer le développement du recyclage des déchets électroniques.

Lettre rédigée le 20 décembre 2022