

FÉVRIER 2022

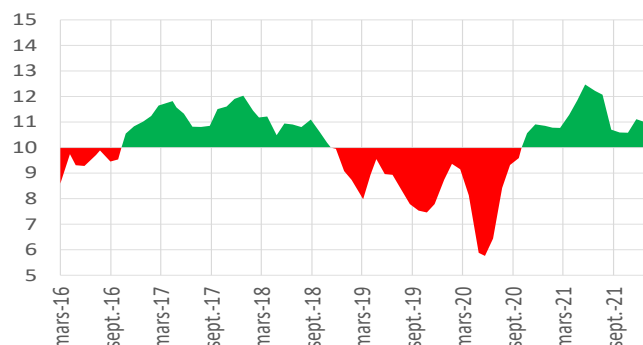
FOCUS MACRO : LA CROISSANCE MONDIALE GARDE LE CAP

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ est stable sur le mois puisqu'elle passe de 11,0 à 11,1. Au niveau des différents facteurs, il apparaît également une certaine forme de stabilité à l'exception de la composante « indicateurs avancés » qui connaît de nouveau une baisse sur le mois. Elle corrige de 10,1 à 9,8. Cette tendance se retrouve également au niveau de l'indicateur PMI composite global qui chute significativement sur le mois (51,4 au lieu de 54,3). Toutefois, cette baisse n'annonce pas de notre point de vue une prochaine récession. Elle est plutôt caractéristique d'un ralentissement temporaire de milieu de cycle dans une croissance économique toujours bien orientée à moyen terme.

Sur le plan géographique, la note des États-Unis continue d'impressionner. Elle passe ainsi de 11,8 à 12,5. Cette hausse s'explique par une amélioration des facteurs consommation et échanges. Le variant Omicron a donc eu un impact économique limité sur l'activité aux États-Unis. Les autres principales économies (zone euro, Chine et Japon) envoient des signaux contrastés avec des notes se situant autour de 10. Nous anticipons une amélioration progressive de la note de la Chine du fait d'une politique monétaire plus accommodante et un soutien budgétaire important. L'économie chinoise devrait donc surprendre positivement les investisseurs en 2022.

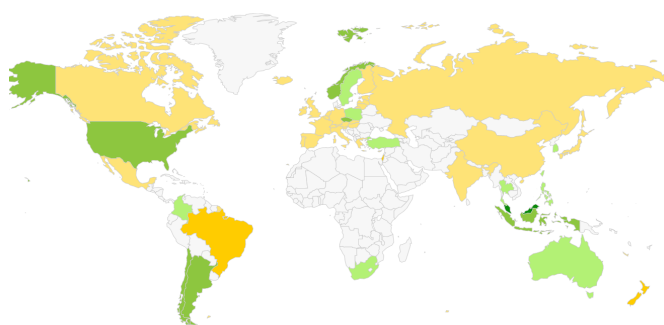
Concernant la Covid-19, le variant Omicron est de moins en moins un sujet de préoccupation pour les investisseurs. Avec un taux de létalité inférieur à celui du delta, et malgré une contagiosité beaucoup plus importante, ce variant n'a pas entraîné une cassure de la reprise économique mondiale. Le pourcentage élevé de personnes vaccinées a été un facteur ayant permis d'éviter des mesures trop restrictives. Aujourd'hui, la Covid-19 est un sujet de bien moindre importance que l'inflation ou l'Ukraine. L'apparition d'un nouveau variant contre lequel les vaccins seraient inefficaces est le seul risque considéré par les investisseurs.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



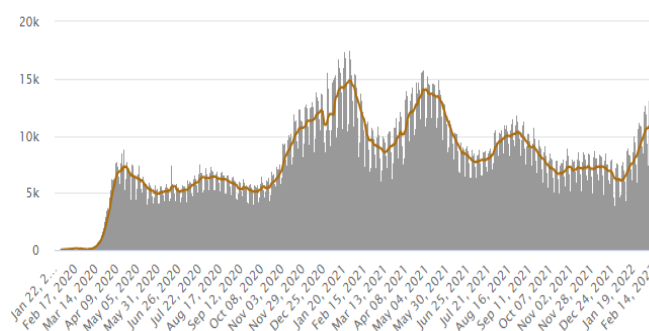
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Nombre de décès quotidien du fait du Covid-19



Source : Ourworldindata

La probabilité d'un scénario de forte accélération de l'économie est aujourd'hui faible (5%). À l'inverse, le scénario négatif (ralentissement marqué) apparaît comme possible au vu des données récentes sur l'inflation et du contexte géopolitique en Ukraine. La probabilité de celui-ci progresse sur le mois de 25% à 30%. Néanmoins, le scénario de croissance soutenue reste le plus probable (65%) car l'inflation devrait progressivement se normaliser en 2022 et la géopolitique est depuis 20 ans une source de volatilité plus que de retournement.

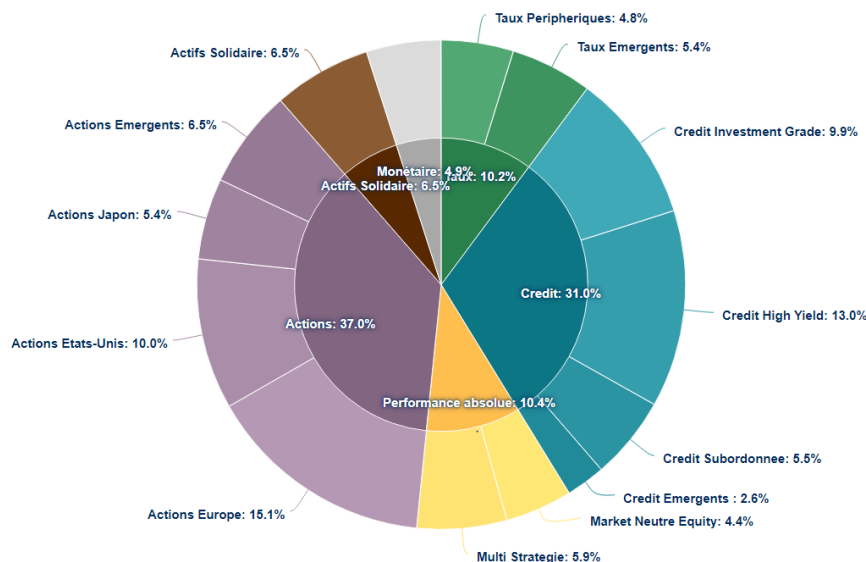
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

FOCUS ALLOCATION : 2% SUR LE 10 ANS AMÉRICAIN, UNE OPPORTUNITÉ ?

Après le changement de discours la FED durant le dernier trimestre 2021, la BCE a également modifié en profondeur sa stratégie monétaire en ce début d'année. Aujourd'hui, les investisseurs anticipent ainsi pour cette année sept hausses de taux de la part de la FED et deux hausses de taux de la part de la BCE ! L'augmentation des bilans de ces deux Banques centrales se terminera également en 2022. La FED devrait même commencer à réduire son bilan durant le deuxième semestre. **L'environnement monétaire en 2022 sera donc très différent de celui que nous connaissons depuis de nombreuses années. Néanmoins, cette nouvelle réalité est déjà, au moins en partie, intégrée dans les cours.** Le taux 10 ans américain est ainsi passé de 1,5% à plus de 2,0% en quelques semaines. Même si son niveau d'équilibre pour 2022 se situe certainement un peu plus haut, nous avons fait le choix de faire évoluer notre conviction sur les obligations « core » de très négatif à négatif. En effet, le coussin offert par le rendement des obligations américaines peut maintenant amortir partiellement une hausse de taux. Concernant les autres classes d'actifs, notre allocation stratégique reste stable avec une position neutre sur les actions et le crédit.

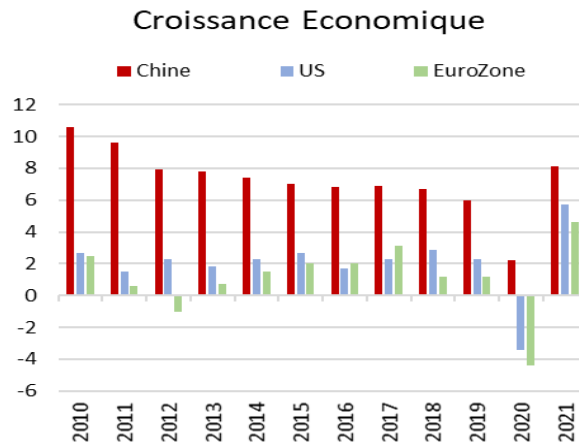
	Très négatif	Négatif	Neutre	Positif	Très positif	Evolution	Stratégies privilégiées
Classes d'actifs							
				Monétaire		=	
		Obligations				=	
			Crédit			=	
			Actions			=	
Obligations							
		Core				↑	
		Périphériques				=	Grèce; Italie
			Emergents Hard			=	
			Emergents Local			=	
Crédit							
	Investment Grade					=	
			High Yield			=	Cross over; faible sensi
				Subordonnées		=	AT1
				Emergents		=	Asie
Actions							
				Europe		=	
		Etats-Unis				=	
			Japon			=	
			Emergents			=	Chine
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 : REGAIN D'INTÉRÊT SUR LA CHINE

Avec des chiffres qui font pourtant toujours pâlir d'envie les économistes, l'annonce d'une croissance en 2021 à 8.1% a déçu la plupart des spécialistes. En effet, l'économie de l'Empire du Milieu a dû faire face à plusieurs freins comme le dégonflement de la bulle immobilière et la gestion très stricte du Covid-19. Et les premiers chiffres à l'issue des fêtes du nouvel an n'en sont qu'une nouvelle illustration. Alors qu'on pouvait espérer un retour presque à la normale lors de cette période traditionnellement propice, les chiffres tant au niveau commercial qu'au niveau des transports ne se sont montrés qu'en légère progression.



Source : Sanso IS, Bloomberg

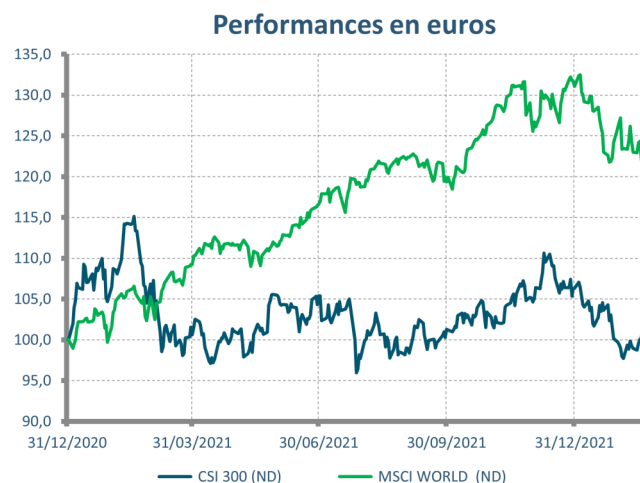
Or les autorités chinoises ne peuvent se satisfaire d'une croissance économique décevante. Une croissance forte est, pour le gouvernement, l'assurance d'une stabilité sociale à l'intérieur, et une condition nécessaire à l'atteinte du statut de leadership économique tant recherché à l'international.

Sur le plan budgétaire, les autorités chinoises ont fait le choix en 2021 d'un soutien mesuré à l'économie en maintenant son niveau de dépense publique quasiment au même niveau alors que les autres grands pays tenteront de réduire leur soutien. De même, sur le plan monétaire, la Banque Centrale chinoise s'est lancée dans un cycle de baisse de taux alors que la FED, et probablement aussi la BCE, vont relever leurs taux durant l'année 2022.

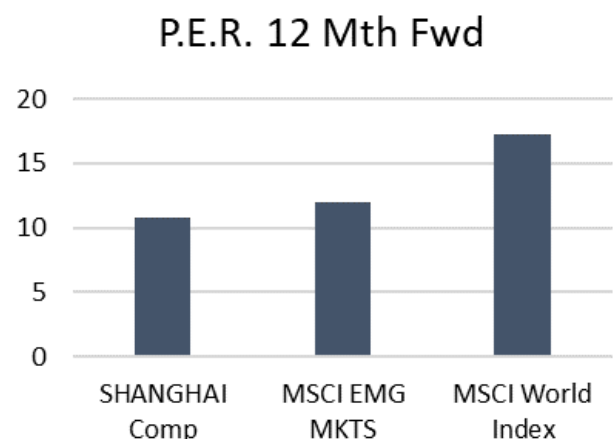
Ces positions à contre courant de la tendance globale sont de nature à redynamiser l'économie et à rendre la confiance aux investisseurs qui au cours de l'année passée ont tant souffert de l'interventionnisme de l'État, notamment dans les secteurs des jeux vidéos et de l'éducation privée.

Ce sentiment global ultra négatif sur le marché chinois s'est traduit l'an passé par un repli des actions alors qu'ailleurs une grande partie des indices affichaient des progressions à deux chiffres.

Aujourd'hui, les multiples de bénéfices sur le marché chinois sont légèrement inférieurs à 11x ce qui les placent, bien en deçà des standards internationaux actuels et à peu près en ligne avec les niveaux historiques moyens. Mais ce qui nous conforte le plus actuellement c'est la fin de ce mouvement de de-rating des marchés émergents vis-à-vis du reste du monde. Il nous semble difficilement envisageable d'imaginer une reprise des marchés émergents sans que le marché chinois y contribue positivement.



Source : Sanso IS, Bloomberg



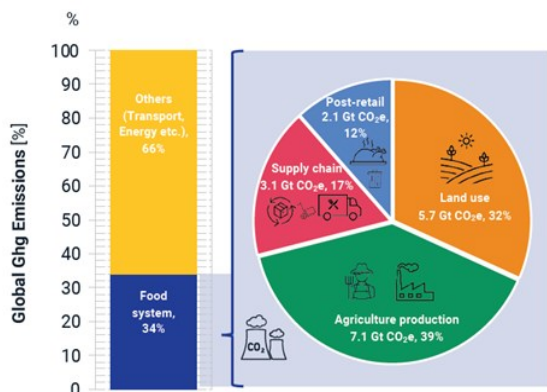
Source : Sanso IS, Bloomberg

FOCUS ISR : MODIFIER NOS SOURCES DE PROTÉINES : UNE ÉVOLUTION ESSENTIELLE POUR PARVENIR À UNE ÉCONOMIE NETTE ZÉRO

Comme le montre l'étude *The protein transformation : A critical driver of the net-zero economy*, publiée par MSCI et Blue Horizons, un gestionnaire d'actifs spécialisé dans l'agro-alimentaire durable, le secteur alimentaire a un rôle important à jouer pour limiter le réchauffement climatique à 1,5°C.

En effet, à lui seul le système alimentaire représente un tiers des émissions de gaz à effet de serre globales et 14,5 % de ces émissions proviennent de l'élevage du bétail.

EXHIBIT 2: CONTRIBUTION OF SUB-SECTORS WITHIN THE FOOD SYSTEM TO GLOBAL GHG EMISSIONS (2015)



Source: Crippa, M., Solazzo, E., Guizzardi, D., Monforti-Ferrario, F., Tubiello, F.N. and Leip, A. 2021. "Food systems are responsible for a third of global anthropogenic GHG emissions." *Nature Food*, 2(3), pp.198-209

Réduire la consommation de protéines d'origine animale au profit d'alternatives végétales ou basées sur des micro-organismes ou de la culture cellulaire permettrait de diminuer sensiblement les émissions de CO₂ du secteur. Par ailleurs des mesures d'atténuation ciblées comme l'amélioration de la gestion de la chaîne de valeur alimentaire, l'agriculture régénérative et la réduction des pertes et des déchets alimentaires pourraient contribuer à réduire encore davantage les émissions de gaz à effet de serre du secteur.

MSCI a utilisé le *Natural Language Processing* (NLP) pour analyser l'implication des acteurs de la chaîne de valeur alimentaire dans la production d'alternatives aux protéines animales.

46% des 485 entreprises analysées ont déjà investi pour développer des solutions de ce type ou ont généré des revenus à partir de celles-ci.

En revanche, selon l'étude, moins de 10 % de ces entreprises tirent plus de 5 % de leur chiffre d'affaires total des substituts aux protéines animales et seulement six entreprises réalisent plus de 50 % de leur chiffre d'affaires sur cette activité.

EXHIBIT 14: COMPANIES WITH THE LARGEST SHARE OF REVENUE FROM TRADITIONAL PLANT-BASED AND ALTERNATIVE PROTEINS

Ranked by revenue	Company name (GICS sub-industry)	% of revenue from traditional plant-based and alternative proteins (disclosed or estimated)	Primary protein type/product
1	Beyond Meat Inc. (Packaged food & meat)	100%	Plant-based meat
2	Select Harvests Ltd (Agricultural products)	100%	Almond-derived products
3	Jonjee Hi-Tech Industrial and Commercial Holding Co. Ltd. (Packaged food & meat)	96.2%	Soy products
4	Chacha Food Co. Ltd. (Packaged food & meat)	88.4%	Nuts
5	Qianhe Condiment and Food Co. Ltd. (Packaged food & meat)	62.2%	Soy products
6	Foshan Haitian Flavouring and Food Co. Ltd. (Packaged food & meat)	57.2%	Soy products

Source: MSCI ESG Research, as of July 15, 2021

Revenue figures are based on data from the most recent financial reporting year available at the time of data collection. When companies listed traditional plant-based and/or alternative protein product as one of their main products within a specific business line, we assumed equal revenue weighting between the listed main products within that business line, unless otherwise stated.

Selon MSCI, les six entreprises les plus impliquées dans les alternatives aux protéines animales ont une empreinte carbone, scope 3 inclus, inférieure de 29% à celle des 485 entreprises analysées dans le cadre de l'étude.

Cela leur confère, selon le modèle Climate Value-at-Risk de MSCI, une meilleure protection en cas de mesures politiques fortes visant à limiter le réchauffement climatique à 1.5°. L'effet négatif de ces mesures serait très faible sur ces six entreprises alors que l'univers pourrait perdre environ 7% de sa capitalisation boursière.

D'ailleurs seules 2% des entreprises analysées ont adopté des objectifs de réduction de leurs émissions de gaz à effet de serre conformes aux exigences de la Science Based Targets Initiative et à peine 1% des entreprises s'est doté d'objectifs chiffrés en termes de développement des substituts aux protéines animales.

L'étude conclut donc que les entreprises axées sur les protéines non-animales sont beaucoup moins exposées aux risques liés à la transition climatique et sont nettement mieux alignées sur les objectifs « net zéro » que les autres entreprises du secteur et notamment celles spécialisées sur l'élevage et sa chaîne de valeur.

Lors de la COP26 deux annonces sont venues donner du crédit à cette analyse.

D'une part plus de 140 pays se sont engagés à mettre fin à la déforestation d'ici 2030. La Commission Européenne a commencé à élaborer une loi permettant de concrétiser cet engagement. D'autre part un objectif de réduction des émissions de méthane de 30 % d'ici 2030 a été adopté par plus de 100 pays. Actuellement, environ un tiers des émissions de méthane d'origine humaine provient de l'élevage. Abandonner les protéines animales peut donc contribuer à réduire sensiblement ces émissions de méthane.

Lettre rédigée le 21 février 2022