

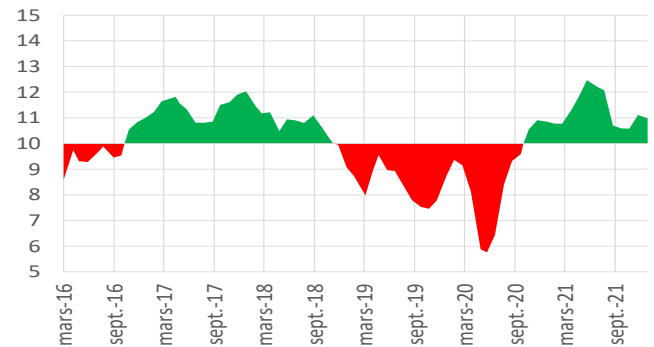
FOCUS MACRO : CROISSANCE SOUTENUE POUR 2022

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ est stable sur le mois puisqu'elle passe de 11,1 à 11,0. Au niveau des facteurs, les dynamiques sont toutefois très différentes. D'un côté, la consommation, et dans une moindre mesure les échanges et l'immobilier, progressent sur la période. Dans le même temps, les autres facteurs (indicateurs avancés, monétaire et activité) corrigent. Ces deux tendances s'annulant, la note globale apparaît comme stable. La baisse du facteur indicateurs avancés nous incite toutefois à être plus prudent pour les prochains mois. Cette analyse est confirmée par l'indicateur PMI composite global qui baisse sur le période (54,3 au lieu de 54,8).

Sur le plan géographique, la note du Japon connaît une progression importante sur le mois. Elle passe ainsi de 10,5 à 12,4. Cette hausse s'explique par une amélioration de tous les facteurs. Le Japon qui a souvent déçu se trouve aujourd'hui dans un environnement où il pourrait enfin surprendre positivement... si l'apparition du variant Omicron dans le pays ne casse pas la dynamique en cours. La note de la Chine baisse sur le mois de 11,1 à 10,1. Ce mouvement ne remet toutefois pas en cause la dynamique positive que nous anticipons pour l'économie chinoise en 2022. Néanmoins, le développement d'Omicron dans le pays pourrait peser à court terme sur la reprise en cours.

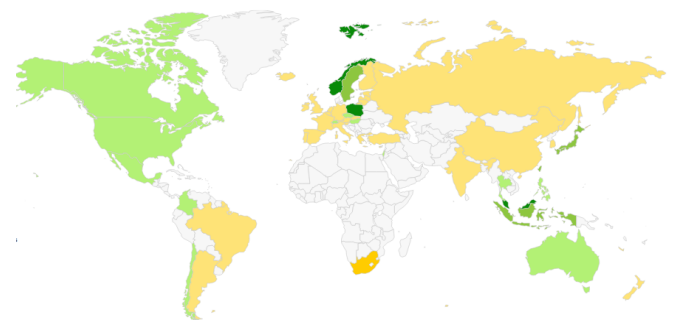
Concernant la Covid-19, le variant Omicron reste le principal sujet. Comme nous l'écrivions il y a un mois, ce dernier allait rapidement devenir dominant. Cette projection est aujourd'hui une réalité dans de très nombreux pays, en particulier en Afrique et dans les pays développés. Malgré un nombre de personnes contaminées par jour à un niveau exceptionnellement haut (trois millions début janvier), le nombre de décès quotidien est resté relativement bas. Ce variant semble donc être moins « dangereux » que le delta. Certains spécialistes défendent même l'idée que ce variant va entraîner à terme le passage d'une pandémie à une endémie.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



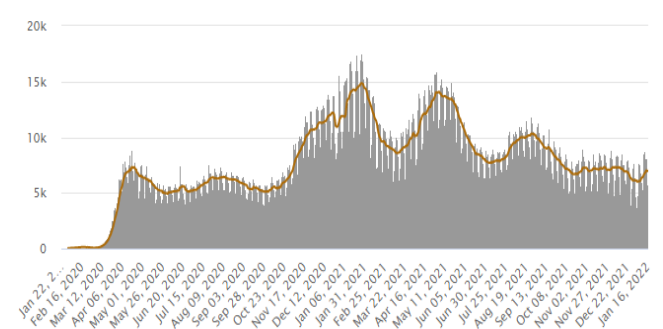
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Nombre de décès quotidien du fait du Covid-19



Source : Ourworldindate

Les chiffres d'inflation très élevés ainsi que des politiques monétaires moins accommodantes en 2022 nous incitent à réduire la probabilité d'un scénario de forte accélération de l'économie de 10% à 5%. Dans ce contexte, le scénario médian (croissance soutenue) se trouve renforcé avec une probabilité passant de 65% à 70%. Enfin, le scénario négatif (ralentissement marqué) garde une probabilité importante (25%) avec plusieurs possibles catalyseurs : erreur de politique monétaire, apparition d'un nouveau variant ou événements géopolitiques (Ukraine).

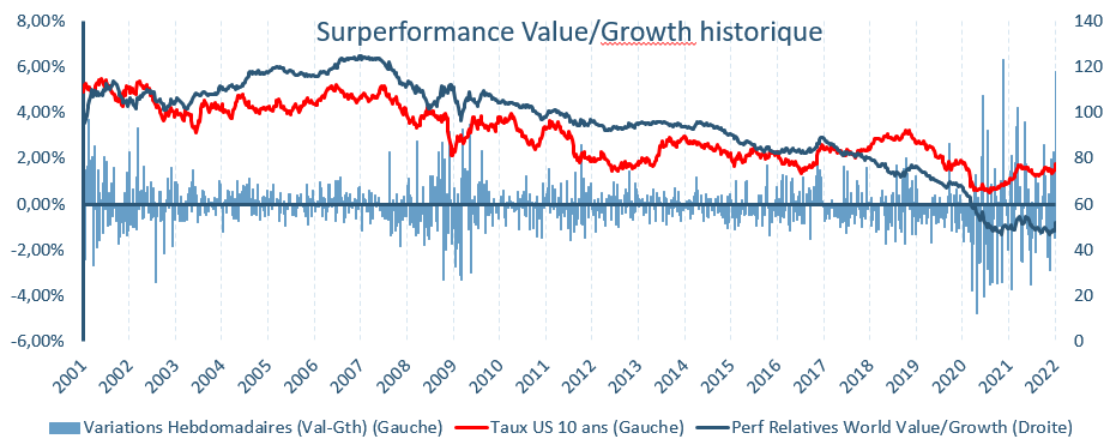
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

FOCUS MARCHÉ : ROTATIONS VALUE/GROWTH HISTORIQUES

La rotation en faveur de la value initiée courant décembre semble s'accélérer en ce début d'année.

Ce mouvement est largement tiré d'un côté par les valeurs financières, qui profitent de la hausse des taux et donc d'une augmentation de leurs marges, et de l'autre par les pétrolières qui bénéficient d'une hausse des prix de l'énergie, notamment de l'or noir en conséquence des tensions géopolitiques en Asie Centrale et d'une offre toujours limitée. Simultanément, des prises de profits s'opèrent également sur les grandes valeurs de croissance qui ont fortement surperformé le marché sur la deuxième partie de l'année passée.

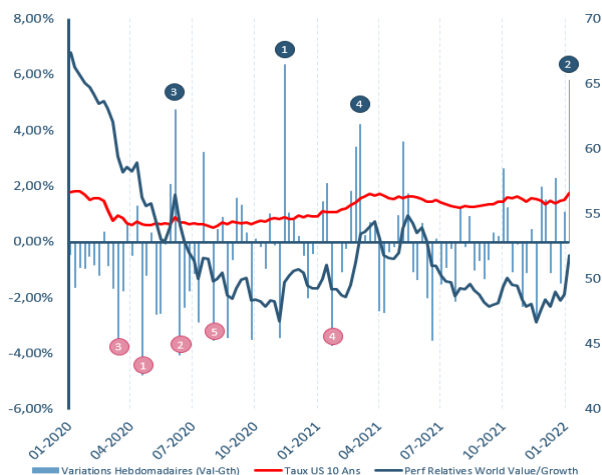
Si de tels mouvements n'ont pas été rares dans l'histoire, c'est son amplitude qui a de quoi surprendre puisqu'on a observé ces dernières semaines la 2ème plus forte divergence hebdomadaire entre les deux styles sur les 20 dernières années.



Source : Sanso IS, Bloomberg, MSCI

Si, comme on peut le voir sur le graphique ci-dessus, il y a des cycles de long terme favorisant successivement les style Value & Croissance, les rotations éphémères à l'intérieur des différentes phases ne sont pas rares. On voit ici clairement :

- Une première phase propice à la Value suivant la crise techno des années 2000, jusqu'à la crise des Subprimes de 2007.
- Une longue période plus favorable aux valeurs de croissance avec la baisse des taux, de 2008 à l'arrivée de la pandémie.
- Et depuis, une période sans réelle tendance mais avec de nombreuses rotations de grandes ampleurs.



Un zoom sur cette dernière période rend compte de la grande incertitude dans laquelle sont entrés les marchés depuis l'arrivée de la pandémie. Et cette incertitude s'est davantage concrétisée dans des rotations extrêmes d'un style à l'autre que dans un surcroît de volatilité. En effet, les deux dernières années concentrent les variations les plus importantes des 20 dernières années entre les deux styles.

Si la tendance longue et favorable aux valeurs de croissance semble rompue, rien ne permet encore de conclure à un nouveau cycle long sur la Value.

Certes, dans ce contexte inflationniste, les valeurs de croissance ne peuvent plus espérer bénéficier de taux aussi favorables que les années passées et leur valorisation devient prohibitive.

Mais par ailleurs, il nous semble tout aussi difficile d'envisager une surperformance durable des secteurs financiers et pétrolier tant les modèles incarnés par ces acteurs font partie du « monde d'avant ».

Nous voyons donc dans cette nouvelle forte rotation de début d'année davantage un rattrapage plutôt que le début d'un cycle long. Mais la violence du mouvement doit nous amener à repenser les équilibres au sein des portefeuilles, aussi bien en termes de secteurs qu'en termes de styles d'investissement.

Les plus fortes semaines Value		Les plus fortes semaines Croissance			
1	13/11/2020	6,4%	1	17/04/2020	4,8%
2	07/01/2022	5,8%	2	12/06/2020	4,0%
3	05/06/2020	4,7%	3	13/03/2020	3,8%
4	05/03/2021	4,2%	4	22/01/2021	3,7%
	09/02/2001	3,2%	5	31/07/2020	3,5%

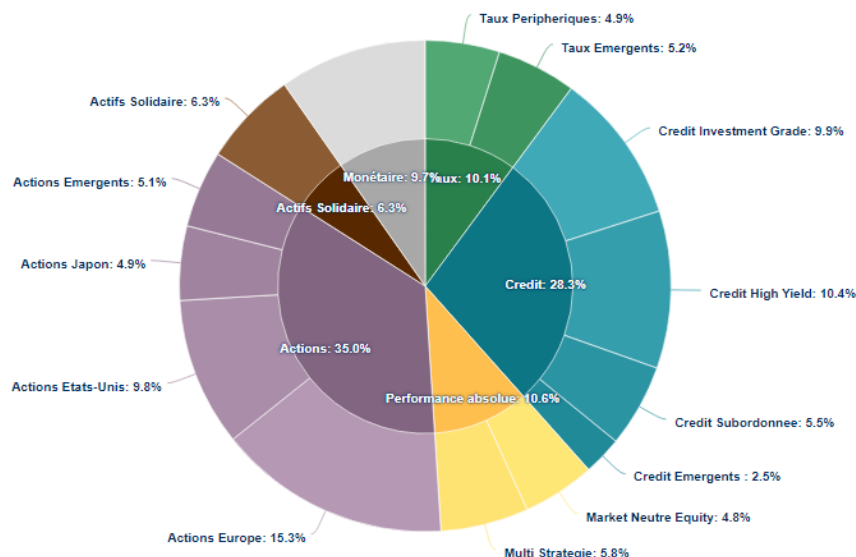
Source : Sanso IS, Bloomberg, MSCI

FOCUS ALLOCATION : VERS UNE SPIRALE INFLATIONNISTE PRIX-SALAIRE ?

L'inflation est une notion économique complexe. Elle peut apparaître de différentes manières (choc d'offre ou de demande, choc exogène, mauvaise politique monétaire...). Elle est crainte car difficile à juguler mais nécessaire pour fluidifier l'activité économique. La pandémie a déstabilisé l'économie en générant depuis 2021 un problème du côté de l'offre (production insuffisante, explosion du prix de transports...). Celui-ci semble progressivement se résorber... mais cette hausse des prix des biens manufacturés et un déficit de travailleurs génèrent actuellement un cycle de hausse des salaires. De temporaire, l'inflation apparaît ainsi comme plus structurelle car les augmentations des salaires ont un caractère beaucoup plus durable. **La Banque centrale américaine prenant acte de cette réalité a commencé à préparer les investisseurs à un cycle de hausse de taux qui durera plusieurs trimestres.** Dans ce nouvel environnement, les marchés actions devraient être plus volatils avec des performances positives mais nettement plus faibles qu'en 2021. Nous maintenons donc une position neutre sur les actifs risqués (actions et crédit) et négative sur les obligations souveraines offrant des rendements toujours trop faibles pour être attractives.

	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 ISR : 2022, LES TENDANCES ESG À SURVEILLER

Au travers de sa publication annuelle *ESG Trends to Watch*, MSCI met en lumière dix tendances liées à l'investissement responsable qui devraient marquer l'année 2022 et les suivantes et constituent les défis de demain des entreprises, et des investisseurs .

Cette année quatre de ces dix tendances sont liées au climat qui est devenu la problématique ESG majeure des acteurs de la finance.

L'engagement « Net Zero » est au cœur des préoccupations des entreprises mais comment faire pour l'atteindre lorsqu'on est dépendant des engagements de ses fournisseurs ? C'est ce que MSCI désigne sous le vocable d'« Amazon Effect », les entreprises de commerce en ligne et de services liés au « cloud » étant fortement dépendantes de leurs fournisseurs pour atteindre le « Net Zero ». Or MSCI montre que beaucoup de ces fournisseurs ne sont pas encore engagés vers une cible « Net Zero ». C'est ici que réside le défi d'Amazon et des autres géants du secteur comme Alphabet ou Microsoft, la mise en place d'un « B2B engagement » dans le but de réduire les émissions des chaînes d'approvisionnement.

Le deuxième défi concerne les acteurs du Private Equity accusés de devenir « un refuge opaque » pour les actifs liés aux combustibles fossiles. En effet, sur les dix dernières années seules 12% des transactions liées au secteur de l'énergie dans le domaine du Private Equity ont porté sur les énergies renouvelables et les géants du secteur communiquent très peu d'informations sur les émissions de leurs portefeuilles d'investissement. Ils seront probablement appelés à faire preuve de plus de transparence à l'avenir.

Du côté des sociétés de gestion, nombre d'entre elles se séparent de leurs investissements dans le charbon pour atteindre leur objectif « Net Zero ». Mais MSCI relève que cette méthode n'est pas forcément la plus efficace pour avoir un impact dans le monde réel. De plus certaines entreprises aujourd'hui très exposées au charbon affichent des plans de transition concrets et très ambitieux. Un mélange de dialogue avec les entreprises et les gouvernements sur ces sujets pourrait donc s'avérer plus judicieux sur cette question.

Enfin concernant le climat, MSCI anticipe une accélération des émissions obligataires liées aux problématiques d'adaptation au changement climatique.

MSCI aborde ensuite les défis liés à la généralisation de l'investissement ESG.

Les fonds ESG connaissent un réel engouement, ce qui parallèlement soulève des questions sur le « greenwashing ». Sur ce point MSCI rappelle que le développement de labels et réglementations telles que la classification Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) permet la mise en place d'un vocabulaire commun qui devrait favoriser la transparence et, surtout, clarifier les choix qui s'offrent aux investisseurs.

En revanche, en 2021 plus de 34 organismes de régulation ont entrepris des consultations officielles sur l'ESG. Des convergences mais aussi des signes de fragmentation ressortent, ce qui génère de la confusion pour les investisseurs et les entreprises. MSCI recommande l'adoption de quelques principes communs par exemple en termes de publication de données pour contribuer à des décisions d'investissement mieux informées.

Dans le même ordre d'idées, la note ESG est souvent perçue, à tort, comme la réponse à toutes les questions sur les pratiques ESG d'une entreprise. Un des enjeux futurs est donc l'adoption de codes de conduite pour l'élaboration de ces notations, en précisant ce qu'elles recouvrent et ce qu'elles ne recouvrent pas.

Pour terminer le rapport aborde quelques défis auxquels l'humanité fera face.

Le premier d'entre eux est la refonte des secteurs de l'alimentation et de l'agriculture. Selon MSCI, si nous ne changeons pas radicalement nos habitudes alimentaires et de production, le changement climatique et la perte de biodiversité les changeront pour nous.

Par ailleurs, dans les années à venir les crises sanitaires pourraient bien continuer à faire partie de notre quotidien, ce qui soulève de nouveaux défis pour les secteurs de la santé et de l'agriculture. Des investissements massifs pour développer de nouveaux antibiotiques et une réduction radicale de leur utilisation quotidienne, en particulier dans l'agriculture, seront donc nécessaires selon le rapport.

Enfin, MSCI insiste sur le fait que l'atteinte des objectifs de « Net Zero » ne se fera pas sans une « transition juste » qui intègre les populations, les communautés et les pays les plus vulnérables.

Lettre rédigée le 17 janvier 2022