

FOCUS MACRO : LA CHINE, LE DERNIER SOUTIEN DE L'ÉCONOMIE ?

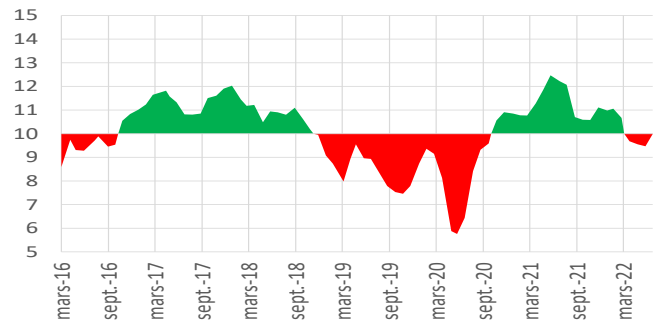
par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ rebondit en passant de 9,5 à 10,0. Cette amélioration peut étonner dans le contexte économique actuel (inflation forte, hausse des taux directeurs, perspectives économiques orientées à la baisse) qui semble relativement morose. Toutefois, le rebond de l'économie chinoise après plusieurs mois de confinement est tellement important qu'il compense le ralentissement de l'activité des pays développés, permettant même à la note globale de progresser en juin. Au niveau des facteurs, les indicateurs avancés montent très légèrement. Le PMI global composite progresse d'ailleurs sur le mois de 51,5 à 53,5. Ce rebond s'explique également par un effet Chine.

Au niveau géographique, la note de la Chine progresse donc de manière importante puisqu'elle passe de 6,7 à 10,1. La composante tendance de la note explique en grande partie cette violente hausse. Au niveau des facteurs, les indicateurs avancés, la consommation et l'activité rebondissent de manière importante. À l'inverse, la note de l'immobilier reste aujourd'hui extrêmement faible (1,4). De plus, elle ne montre pas de signe d'amélioration. La gestion de ce risque, en plus du Covid, reste le principal sujet pour les autorités. En dehors de la Chine, un ralentissement économique est en cours dans les pays développés... sans toutefois que des décrochages violents de l'activité se matérialisent.

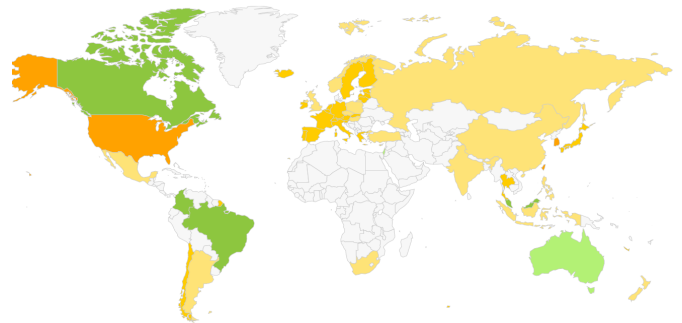
Concernant la Covid-19, la Chine reste au cœur des préoccupations des investisseurs. Comme nous l'écrivions le mois dernier, la récente réouverture de l'économie chinoise ne doit pas faire oublier que la stratégie « zero Covid » décidée par les autorités entraînera des confinements à répétitions, de manière plus ou moins généralisée en fonction du degré de développement de la maladie. Depuis quelques jours, la dynamique concernant le nombre de contaminations s'est retournée. Il y a actuellement plus de 1000 cas par jour. Dans ce contexte, les autorités chinoises ont rapidement mis en place des mesures pour éviter un emballement comme en mars 2022... L'avenir nous dira si cela a fonctionné.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Nombre quotidien de personnes contaminées en Chine du Covid-19



Source : Ourworldindate

Par rapport au mois précédent, la probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué) augmente de nouveau. Elle passe de 50% à 55%. Cette modification s'explique principalement par le dernier chiffre d'inflation aux États-Unis. En effet, celui-ci en dépassant le niveau de 9% complexifie encore plus la politique monétaire de la FED. Le scénario de croissance modérée baisse de 50% à 45%. La possibilité que l'activité soit sacrifiée au profit de la lutte contre l'inflation augmente. Le scénario de forte accélération de l'économie a une probabilité nulle.

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.

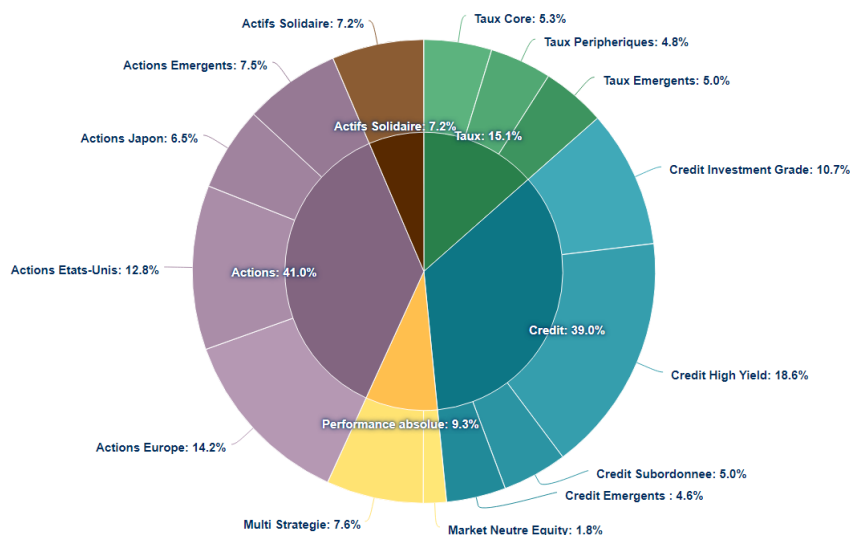
FOCUS ALLOCATION : LA CRÉDIBILITÉ DES BANQUES CENTRALES

par Cyriaque DAILLAND

La BCE a fait le choix de l'agressivité en montant de +0,50% son taux directeur lors de sa réunion du 21 juillet. En cela, son comportement se rapproche de celui de la FED. Les deux principales banques centrales, après avoir longtemps attendu, ont donc décidé de marquer les esprits en envoyant un message simple : la spirale inflationniste n'aura pas lieu... Force est de constater que ce discours semble fonctionner puisque les anticipations d'inflation à 10 ans des investisseurs, que cela soit aux Etats-Unis ou en Allemagne, se situent actuellement entre 2% et 2,5% après avoir atteint 3% en avril 2022. La fin d'un monde de taux bas aura un impact économique réel, avec une probabilité de plus en plus élevée qu'une récession se matérialise dans les prochains trimestres. **Néanmoins, si récession il y a, elle devrait être d'une amplitude limitée car l'économie mondiale ne connaît pas d'excès comme en 2008 (immobilier) ou 2001 (internet).** Dans ce contexte, le crédit « high beta » comme le haut rendement, les subordonnées financières ou les obligations émergentes avec des rendements entre 7% et 8% anticipent un scénario de récession profonde qui semble exagéré. C'est pourquoi, nous privilégions aujourd'hui cette classe d'actifs.

Positions au 22/07/2022	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-	=	+	++		
CLASSES D'ACTIFS							
			Monétaire			↔	
		Obligations				↔	
				Crédit		↔	
			Actions			↔	
OBLIGATIONS							
		Core				↔	Etats-Unis
		Périphériques				↔	Grèce
			Emg Local			↔	
			Emg Hard			↔	
CREDIT							
		Invest. Grade				↔	
				High Yield		↔	Cross Over, Faible Sensi.
				Subordonnées		↔	AT1
				Emergents		↔	
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 : PRIMES ESG

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

L'année en cours aura été pour le moment fortement chahutée. La situation macroéconomique et géopolitique a provoqué d'importantes rotations sectorielles et de styles. La plus médiatisée est probablement celle du couple Value/Growth, avec une surperformance sensible des entreprises « décotées » sur les premiers mois de 2022.

Depuis mi-juin en revanche, on observe une surperformance d'un type bien particulier de valeurs de croissance, celles qui présentent également des caractéristiques de valeurs de **qualité**, notamment une rentabilité élevée et un faible endettement.

À contrario, la performance des valeurs de croissance plus **spéculatives**, encore peu ou non-rentables, ne s'est pas redressée.

Les valeurs de « croissance / qualité » sont généralement bien positionnées sur les métriques ESG dans la mesure où leur rentabilité élevée leur permet d'investir pour anticiper les exigences ESG croissantes des régulateurs et des consommateurs.

Les « primes ESG » suivent donc également ce mouvement de rattrapage depuis quelques semaines.

Nous parlons ici de primes au pluriel, car de nombreuses nuances existent entre les différents indices « ISR » ou « ESG » calculés par les fournisseurs de données.

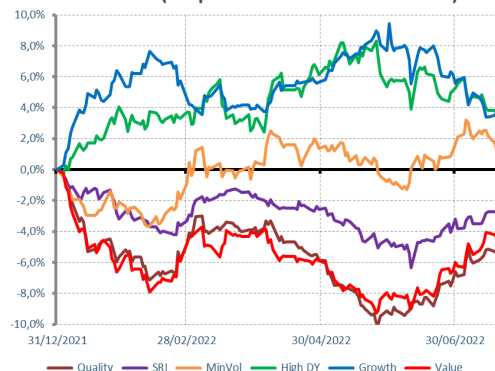
Tout d'abord, on peut noter que le comportement des primes ESG émanant d'un même fournisseur de données diffère nettement entre la zone euro et les Etats-Unis. La surperformance des indices ESG américains est plus récente que celle observée sur le vieux continent, plus précurseur en la matière.

Ensuite, il n'est pas rare d'observer des différences significatives de notation entre deux fournisseurs de données ESG pour une même entreprise. Ces écarts s'expliquent assez facilement étant données les différences de méthodologies entre agences de notation ESG. Toutefois cela entraîne l'existence d'indices aux noms relativement similaires affichant des compositions, et donc parfois des performances, éloignées les unes des autres.

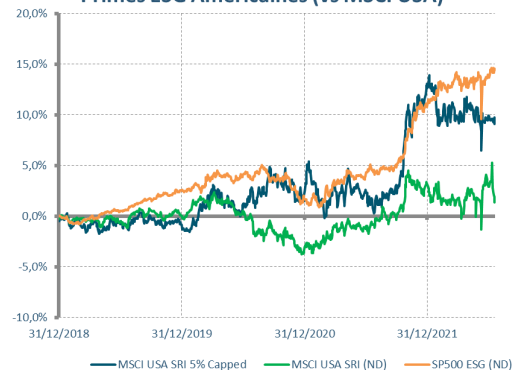
Enfin un même fournisseur peut proposer différentes gammes d'indices avec des méthodes de constructions et des degrés d'exigence variables. Si nous prenons le cas de MSCI, les différences de performance peuvent être significatives entre un indice SRI standard, ou la première position en portefeuille peut atteindre 18% (i.e. ASML) et un indice SRI capé à 5%. Mais les différences peuvent également s'observer sur le niveau de sélectivité au sein des indices avec, par exemple, un indice ESG Leaders qui va être légèrement moins exigeant qu'un indice SRI classique, et donc afficher un nombre de constituants plus important et une diversification supplémentaire.

Les indices SRI « classiques » de MSCI comportant un risque spécifique élevé, ce fournisseur propose désormais sur la plupart des régions une version dans laquelle le poids d'un titre ne peut excéder 5%. Ces indices sont probablement plus représentatifs de la prime ISR et permettent également aux gérants actifs de proposer une gestion les utilisant comme référence dans un format UCITS.

Styles MSCI EMU
(Surperformances vs MSCI EMU)



Primes ESG Américaines (vs MSCI USA)



Primes ESG Européennes (vs MSCI EMU)



Source : Sanso IS, Bloomberg

	Fournisseur de données ESG	Nombre de constituants	Nombre de constituants de l'indice parent	Taux de sélectivité
MSCI USA SRI 5% Capped	MSCI	151	626	75,9%
MSCI USA ESG Leaders 5% Capped	MSCI	278	626	55,6%
S&P 500 ESG	S&P Global Sustainable	307	500	38,6%
MSCI EMU SRI	MSCI	50	230	78,3%
MSCI EMU SRI 5% Capped	MSCI	50	230	78,3%
MSCI EMU ESG Leaders 5% Capped	MSCI	100	230	56,5%
EuroStoxx 50 ESG	Sustainalytics	50	50	20,0%

Source : MSCI, S&P, Sustainalytics

FOCUS ISR : THE SUSTAINABILITY YEARBOOK 2022 - S&P GLOBAL

Par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Le Sustainability Yearbook, créé par SAM (Sustainable Asset Management) et repris par S&P Global Sustainable 1, est une publication annuelle qui comprend le classement des entreprises les plus durables au sein de chaque secteur. Elle est basée sur les Corporate Sustainability Assessments (CSA) qui s'appuient notamment sur un questionnaire adressé aux entreprises.

Le rapport comprend également des articles sur les tendances et les défis des entreprises sur le plan de la RSE et de l'ESG. Parmi les cinq thèmes évoqués, on retrouve la faible adoption d'objectifs climatiques des entreprises.

L'étude indique que la plupart des entreprises mondiales n'ont pas encore fixé d'objectifs de réduction des émissions, et encore moins des objectifs nets zéro.

Alors que seules 36,8% des sociétés ont annoncé des objectifs climatiques de scopes 1 et 2, les taux d'adoption varient considérablement à l'échelle régionale et entre les secteurs.

En Europe, près de 60% des entreprises couvertes par l'étude ont des plans de réduction contre 36% en Amérique du Nord, 31% en Amérique Latine et 29% en Asie Pacifique.

L'adoption d'objectifs « net zéro » est encore moins courante. L'étude a utilisé les données disponibles sur la plateforme du CDP, et a relevé que seulement 24% des entreprises ont fixé un objectif de zéro émission nette.

Concernant les secteurs, ce sont ceux de l'énergie et des services publics où les taux d'adoption d'objectifs climatiques et d'objectifs nets zéro sont les plus élevés. A l'inverse, le secteur des soins de santé se démarque par les faibles taux d'adoption, 21% pour les objectifs de réduction d'émissions et environ 10% pour les objectifs net zero.

Néanmoins, le rapport prévoit une augmentation de ces taux d'adoption, tous secteurs confondus, sous la pression des investisseurs et des régulateurs.

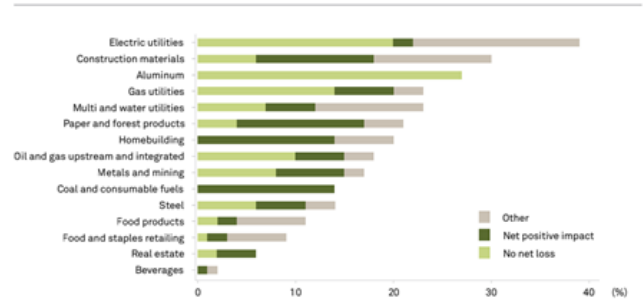
Les engagements des entreprises en matière de biodiversité sont eux aussi rares. Ils peuvent prendre différentes formes: stopper les pertes nettes de biodiversité, avoir un impact net positif ou d'autres engagements comme l'utilisation de matériaux certifiés ou le non-recours à la déforestation.

Les sociétés européennes dominent encore avec 60% d'entre elles qui ont des objectifs, contre 20% pour les entreprises asiatiques et américaines.

Les producteurs d'électricité, de matériaux de construction et d'aluminium sont les plus en avance. En revanche, les en-

gagements restent peu nombreux dans le secteur agro-alimentaire.

Few companies have biodiversity commitments; utilities lead the pack
Percentage of companies per industry making nature-related commitments



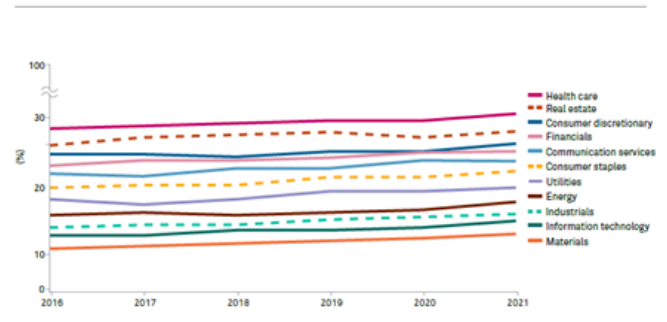
Lorsque des engagements sur la biodiversité sont pris, ils restent perfectibles. En effet, 40% des entreprises qui se sont fixées des objectifs, ne communiquent pas la date à laquelle elles s'engagent à les respecter. En revanche lorsqu'une date est indiquée elle est généralement antérieure ou égale à 2030.

Le rapport analyse également les problématiques sociales et notamment les enjeux liés à la diversité et l'inclusion.

Par exemple, du point de vue du genre les progrès restent lents et les inégalités persistent que ce soit dans le domaine de la rémunération ou dans la représentation des femmes dans les postes directionnels.

Selon l'étude, les entreprises tentent de combler leurs écarts en augmentant leurs dépenses dans la formation ou

Average ratio of women to senior management positions reported by companies in select sectors



Data as of November 2021. Results based on responses from 2,339 companies. Source: Corporate Sustainability Assessment 2021, S&P Global Sustainable 1.

les recrutements. Toutefois l'étude indique que cela ne semble pas suffisant. La mise en place des métriques de suivi est fortement conseillée pour comprendre si les initiatives vont dans le bon sens et estimer l'ampleur des améliorations restant à accomplir.

Lettre rédigée le 22 juillet 2022