

FOCUS MACRO : RALENTISSEMENT GÉNÉRAL... SAUF EN CHINE !

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse légèrement en passant de 9,6 à 9,5. Cette note confirme le ralentissement économique actuel. Au niveau des facteurs, les indicateurs avancés montrent une forme de stabilisation, sur des niveaux toutefois bas. Les autres facteurs sont également relativement stables. Le PMI global composite progresse sur le mois de 51 à 51,5. Ce rebond s'explique en grande partie par la réouverture de l'économie chinoise après plusieurs mois de confinement du fait d'un rebond du nombre de cas. La visibilité économique est aujourd'hui faible car l'inflation élevée partout dans le monde, oblige les Banques centrales à agir vigoureusement.

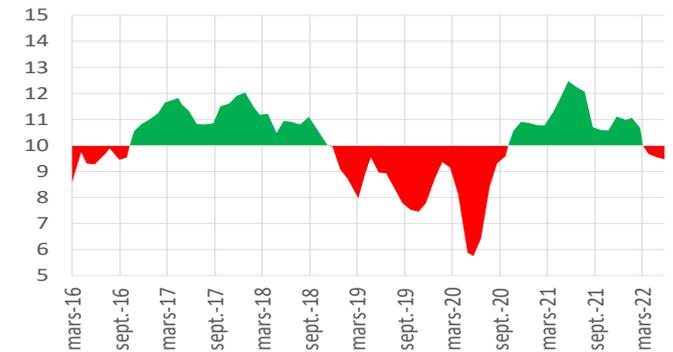
Au niveau géographique, la note de la zone euro baisse de manière importante puisqu'elle passe de 10,5 à 9,1. Les facteurs indicateurs avancés, immobilier et activité corrigent sur le mois. L'inflation élevée ainsi que la guerre en Ukraine commencent à impacter l'économie de la zone euro. La Banque centrale européenne a d'ailleurs révisé à la baisse ses prévisions de croissance. Elle anticipe ainsi une croissance de 2,8% en 2022 et 2,1% en 2023. Aux Etats-Unis, la situation est relativement similaire. La FED a significativement révisé à la baisse ses prévisions de croissance. La Banque centrale américaine a de plus monté son principal taux directeur de +0,75%, plus forte hausse depuis 1994.

Concernant la Covid-19, la Chine reste l'unique sujet d'inquiétude pour les investisseurs. Après plusieurs mois compliqués, le nombre de contaminations s'améliore enfin dans le pays. Les autorités ont ainsi pu rouvrir une partie des villes confinées, Shanghai en particulier. Cette bonne nouvelle pour l'activité économique ne doit néanmoins pas faire oublier que la stratégie « zero Covid » décidée par les autorités chinoises entrainera des confinements à répétitions, de manière plus ou moins généralisée en fonction du degré de développement de la maladie. Si la situation s'améliore à court terme, la visibilité reste faible à moyen terme.

Par rapport au mois précédent, la probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué) augmente de nouveau. Elle passe de 45% à 50%. Cette modification s'explique principalement par des Banques centrales de plus en plus agressives concernant les hausses de taux. Le scénario de croissance modérée garde une probabilité de 50%. Néanmoins, sans baisse de l'inflation dans les prochains mois, la probabilité de réalisation de ce scénario risque de baisser. Le scénario de forte accélération de l'économie a aujourd'hui une probabilité nulle.

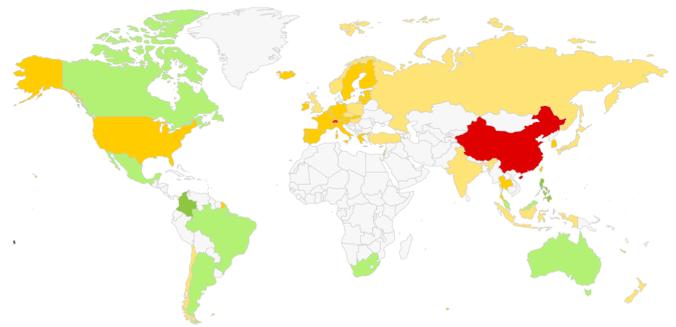
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



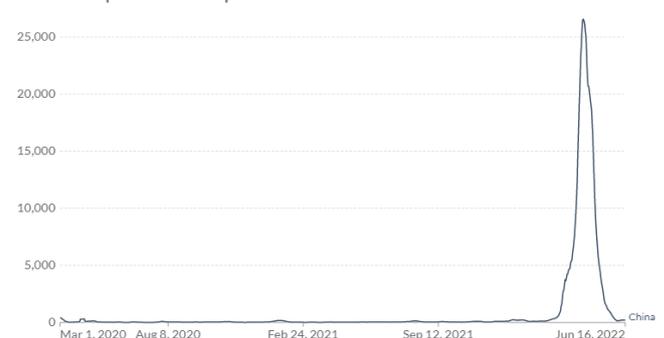
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Nombre quotidien de personnes contaminées en Chine du Covid-19



Source : Ourworldindate

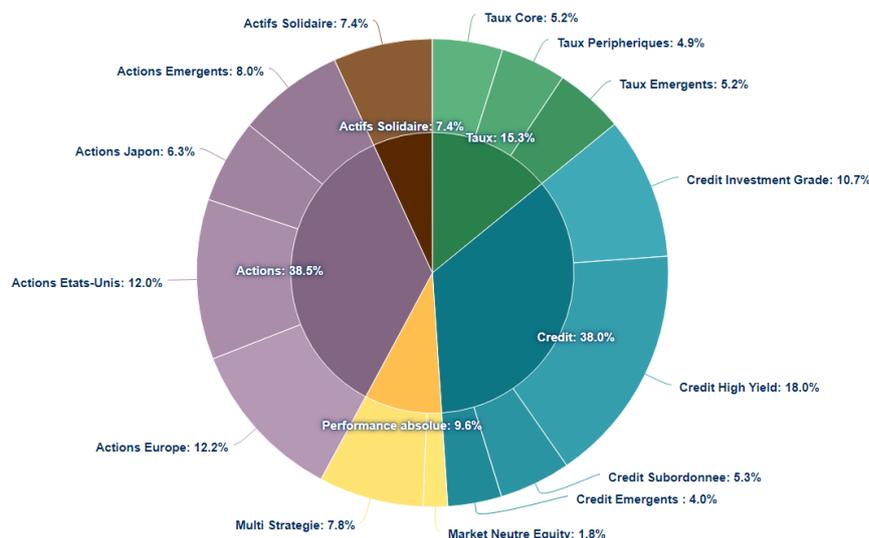
FOCUS ALLOCATION : LA RÉCESSION, LA SEULE RÉPONSE À L'INFLATION ?

par Cyriaque DAILLAND

La Banque centrale américaine (FED) a fait le choix de la crédibilité en montant de +0,75% son taux directeur lors de sa réunion du 15 juin. Il faut remonter à 1994 pour retrouver un mouvement de cette ampleur. La FED semble engagée à briser l'inflation à n'importe quel prix. J. Powell a ainsi expliqué que l'impact économique à moyen terme d'une inflation élevée était beaucoup trop important pour ne pas agir maintenant. Même si cela n'est pas l'objectif, la FED est donc prête à accepter un ralentissement significatif, voire une récession, pour que l'inflation retourne sur un niveau acceptable. **En ce sens, les prochains chiffres d'inflation seront cruciaux pour l'avenir de l'économie américaine. Si les prix commencent à baisser, la FED pourra monter son taux directeur de manière progressive permettant à l'activité de continuer de croître. Si l'inflation reste au niveau actuel, il faut s'attendre au sacrifice de la croissance pour contrer la hausse des prix.** Dans ce contexte d'incertitude, nous considérons qu'une position neutre sur les actions reste le meilleur choix. En revanche, nous sommes positifs sur le crédit, en particulier haut rendement, car cette classe d'actifs offre aujourd'hui un coussin important (7 à 8% de rendement) en cas de déception.

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			↔	

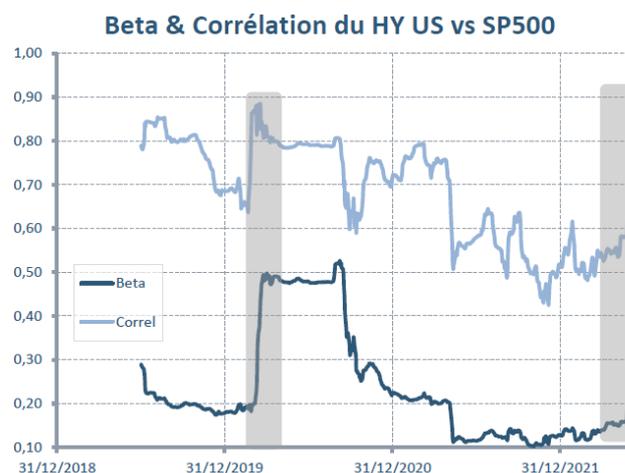
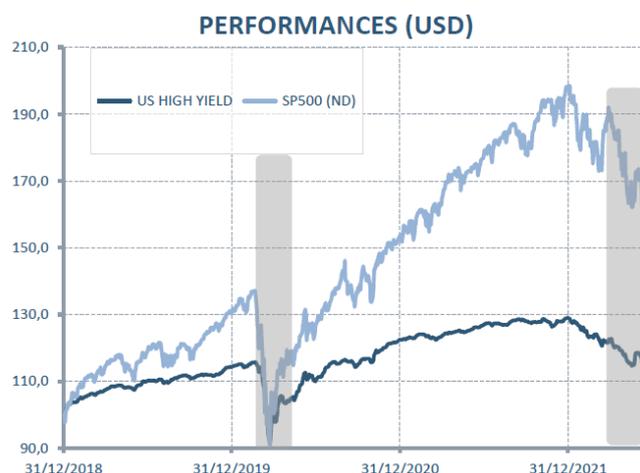
Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions ESG**. Le portefeuille est ainsi construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée avec une prise en compte systématique, dans son processus d'investissement, de critères extra financiers.**



FOCUS MARCHÉ : HIGH YIELD VS EQUITY

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Les vertus de la diversification sont encore mises à rude épreuve en cette année 2022 qui voit les principales classes d'actifs reculer simultanément dans des ampleurs comparables. Les niveaux d'inflation atteints de part et d'autre de l'Atlantique ont entraîné une réaction des Banques centrales qui n'est pas sans conséquence sur les marchés financiers. Et si les marchés actions reculent devant les risques de récession à moyen terme, les marchés obligataires se dévalorisent par la hausse des taux d'intérêt. Habituellement, les marchés de crédit offrent une protection dans ces périodes de crise mais il faut reconnaître que 2022 fait exception puisqu'on voit depuis le début de l'année, les indices High Yield capturer entre 60 et 80% de la baisse des marchés actions, aux États-Unis comme en Europe.



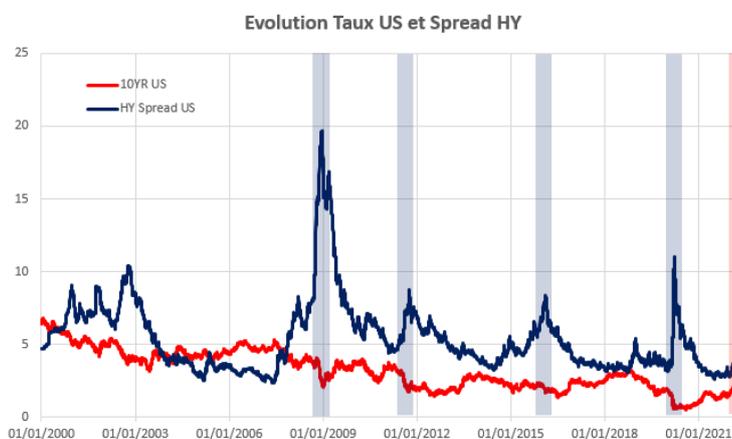
Source : Sanso IS, Bloomberg, Barclays

Pourtant, cette participation anormalement élevée des marchés du High Yield aux variations des marchés actions ne trouve pas sa source dans une recorrélation des deux classes d'actifs puisqu'au contraire, on observe ces dernières années une baisse de cette corrélation assez régulière. Et même si l'on retrouve sur le graphique ci-dessus une illustration du phénomène classique de hausse des corrélations en phase de stress, celle-ci reste aujourd'hui sur des niveaux relativement bas.

La faiblesse des marchés de crédit cette année serait donc dûe à des effets spécifiques et indépendants de l'orientation des marchés actions.

L'une des particularités du mouvement de ce début d'année réside dans la combinaison d'une hausse des taux d'intérêt et des spreads de crédits.

Généralement en temps de crise, comme le montre le graphique ci-contre, la hausse des spreads de taux s'accompagne d'une baisse des taux d'intérêt, ce qui réduit l'effet sur la valorisation du segment du High Yield. Or, le climat inflationniste actuel pousse les taux d'intérêt à la hausse et produit donc un double effet défavorable à la classe d'actifs.



Source : Sanso IS, Bloomberg, Barclays

Et l'impact taux est plus fort sur les signatures BB qui sont devenues au fil du temps prépondérantes dans le marché.

Un autre facteur en rupture avec le passé, c'est l'allongement constant de la maturité moyenne des émissions primaires sur le High Yield au cours des dernières années qui a facilité la sortie d'émissions de 5 à 7 ans jusqu'aux signatures CCC, là où 3 ans était la règle quelques années auparavant. Les sensibilités taux et crédit sont donc beaucoup plus fortes sur ces maturités et expliquent aussi la dégradation plus marquée du High Yield actuellement.

Enfin, il faut reconnaître que la liquidité fournie par les banques est de plus en plus faible sur le segment alors que la taille du marché a fortement progressé ces dernières années.

C'est donc un contexte particulièrement défavorable aux marchés du crédit en général et au High Yield en particulier qui est à l'origine des performances très décevantes du segment cette année. Aujourd'hui, sans nul doute, le marché offre des opportunités en termes de rendement qui sont d'ores et déjà tout à fait attractives. Le potentiel pour une reprise toute aussi forte est important.

FOCUS ISR : PANDEMIC EXTRACTIVISM, LA NOUVELLE ÉTUDE DE SHAREHOLDERS FOR CHANGE

Par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Depuis début 2021, Sanso IS est membre de la coalition d'investisseurs Shareholders for Change (SfC). Ce réseau, qui regroupe 13 investisseurs européens gérant environ 30 Mds d'euros d'actifs, réalise des actions d'engagement auprès des entreprises sur des sujets ESG, notamment en s'appuyant sur des études réalisées par la coalition.

L'étude « Pandemic extractivism : an analysis of aggressive capital allocation strategies by listed companies receiving state aid during the covid-19 pandemic » a été réalisée par le département économique de l'université de Milan Bicocca et Merian Research et a été financée par 3 membres de SfC : Etica SGR, fair-finance et Friends Provident Foundation.

L'objectif de cette étude est d'identifier des entreprises qui auraient bénéficié d'aides publiques dans le cadre de la pandémie de Covid 19 tout en adoptant des pratiques qui peuvent paraître peu compatibles avec ce soutien public : licenciements, augmentation des dividendes, rachats d'actions, optimisation fiscale etc.

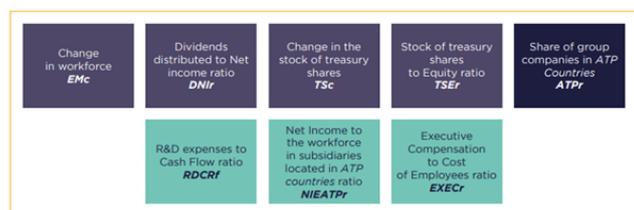
Le périmètre de recherche comprend environ 320 sociétés cotées en Europe et en Amérique du Nord, sélectionnées sur la base de leur présence dans les principaux indices boursiers et des préférences indiquées par les membres de SfC.

Pour évaluer les choix d'allocation de capital et d'optimisation fiscale des sociétés, cinq indicateurs principaux et trois indicateurs complémentaires ont été utilisés.

FIGURE 1. THE MAIN STEPS OF THE RESEARCH
Identification of a set of indicators for evaluating capital allocation and fiscal planning



Indicators - details



L'étude s'appuie sur la base de données Orbis pour les quatre indicateurs dédiés à l'allocation du capital : l'évolution du nombre d'employés, le rapport entre les dividendes distribués et le résultat net, l'évolution du stock d'actions propres

et le rapport entre le stock d'actions propres et les fonds propres.

L'indicateur qui évalue l'optimisation fiscale va déterminer si les entreprises sont présentes dans des pays offrant une fiscalité très avantageuse ou considérés comme non-coopératifs sur le plan fiscal par l'UE.

Pour identifier les comportements dits « agressifs », l'étude a regroupé les entreprises en fonction du secteur auquel elles appartiennent ou du pays où réside la société mère.

L'étude révèle que 30% de l'échantillon, soit 97 sociétés, montrent au moins un signe de comportement dit « agressif » sur un des cinq indicateurs. Par exemple, environ 20% des entreprises ont montré des signes « d'agressivité » dans la distribution des dividendes car elles les distribuaient à perte et environ 10 % des entreprises ont montré des signes « d'agressivité » dans la réduction de leurs effectifs.

Par ailleurs, 26 entreprises ont eu des comportements potentiellement « agressifs » sur plusieurs indicateurs. Parmi elles, 8 sociétés ont reçu en parallèle des aides d'État liées à la pandémie de Covid-19, en 2020.

EssilorLuxottica fait partie des sociétés identifiées parmi les plus agressives. En 2020, elle a réduit ses effectifs de plus de 5%, distribué un dividende supérieur à son bénéfice net, plus que doublé le nombre d'actions en auto-détention et elle a perçu environ 140 millions d'euros d'aides dans le cadre de la crise du Covid.

Unibail Rodamco Westfield, qui est également parmi les sociétés les plus agressives, a réduit ses effectifs en 2020, distribué des dividendes à perte et plus de 15% des filiales se trouvent dans des pays permettant d'optimiser la fiscalité. Selon le rapport annuel 2020 de l'entreprise, elle a bénéficié de subventions publiques dans 11 pays différents.

Suite à ces résultats, l'objectif de Shareholders for Change est d'entamer un dialogue avec les entreprises identifiées comme ayant un comportement agressif. Sanso IS va participer à ces actions pour trois des huit entreprises dans le but de comprendre leurs décisions en matière d'allocation de capital et de fiscalité et la compatibilité de celles-ci avec la réception d'aides publiques.

Lettre rédigée le 20 juin 2022

SANSO^{IS}
INVESTMENT SOLUTIONS

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 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.