

FOCUS MACRO : UNE RÉCESSION EST-ELLE PROBABLE ?

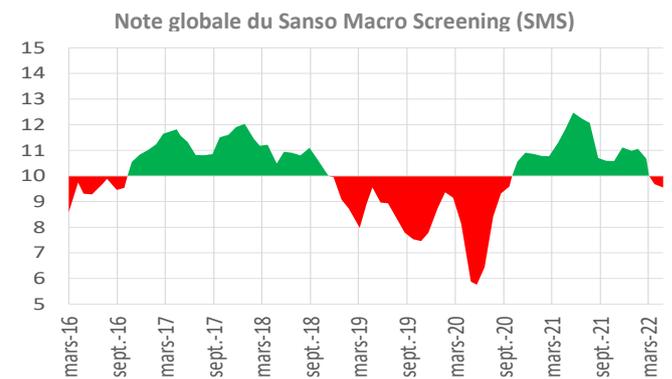
La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ est stable. Elle se situe à 9,6. Après la violente chute du mois dernier, la situation économique ne se détériore donc plus... sans toutefois s'améliorer ! Au niveau des facteurs, les indicateurs avancés et l'activité économique continuent de baisser alors que la consommation et les échanges rebondissent légèrement. L'économie mondiale est aujourd'hui en ralentissement du fait du confinement en Chine, de la guerre en Ukraine et des politiques monétaires plus restrictives. Reflétant cette détérioration, le PMI global composite baisse sur le mois de 52,7 à 51. Il reste néanmoins au-dessus de 50, niveau à partir duquel la récession apparaît comme probable.

Au niveau géographique, la note des États-Unis baisse de manière importante puisqu'elle passe de 11,3 à 9,7. L'économie américaine qui était un îlot de croissance et de stabilité dans un monde volatil semble aujourd'hui impactée par un environnement économique plus compliqué mais surtout par une Banque centrale clairement engagée dans une réduction de son soutien monétaire. Néanmoins, le scénario de récession apparaît aujourd'hui avoir une probabilité faible sur un horizon 12 mois du fait de fondamentaux toujours solides (consommation, investissement...). En zone euro, la note repasse au-dessus de 10 confirmant l'impact finalement limité de la guerre Ukraine sur l'économie. Enfin, en Chine, la note reste dans le rouge mais ne se détériore plus...

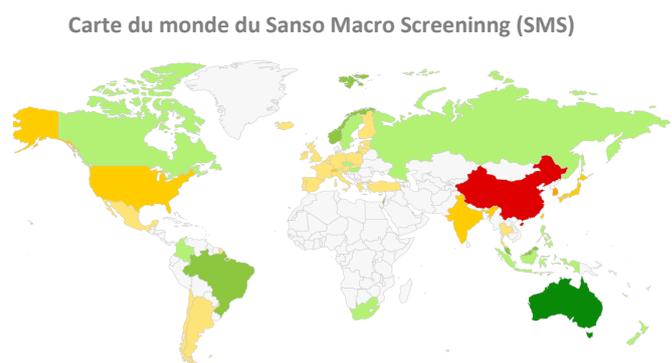
Concernant la Covid-19, la Chine est aujourd'hui le principal sujet d'inquiétude pour les investisseurs. En effet, avec son choix d'appliquer une politique de zéro Covid, le gouvernement chinois entraîne une baisse significative de son activité. Le PMI composite chinois sur le mois d'avril est ainsi ressorti à 37,2, niveau qui avait été atteint uniquement en février 2020. Les autorités chinoises vont être obligées de soutenir l'économie de manière très importante si elles souhaitent atteindre leur objectif de croissance de 5,5% pour 2022. Les dernières données officielles concernant la Covid-19 laissent néanmoins espérer que le pire est passé et que l'économie chinoise va progressivement se rouvrir.

Par rapport au mois précédent, la probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué) augmente de 40% à 45%. Cette modification s'explique principalement par des données d'inflation très élevées aux États-Unis et en Europe. Le scénario de croissance modérée reste néanmoins notre scénario central (probabilité de 55%) car le pic d'inflation pourrait enfin être passé aux États-Unis. Si cela est le cas, le risque d'une erreur monétaire de la part de la FED se réduirait. 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.



Source : Sanso IS, Bloomberg



Source : Sanso IS, Bloomberg



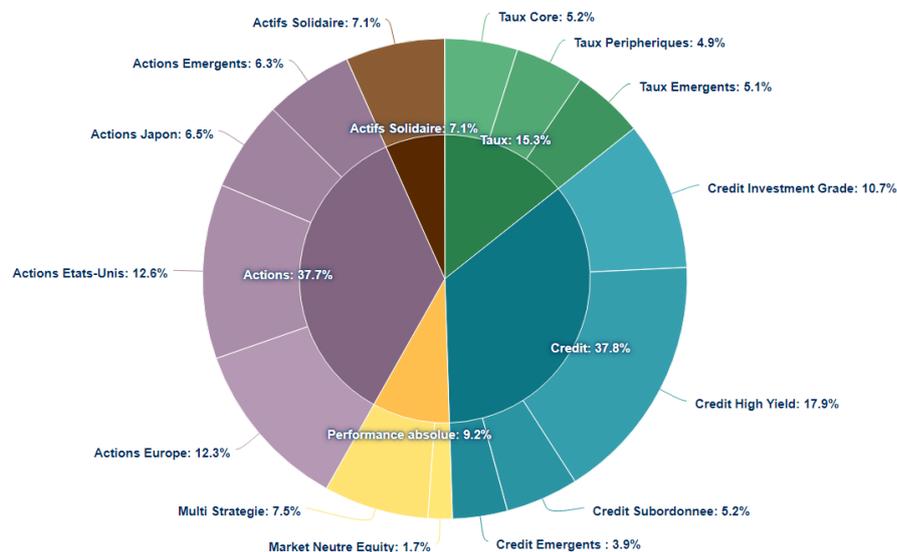
Source : Ourworldindate

FOCUS ALLOCATION : LA FED FACE À UN ENVIRONNEMENT COMPLEXE

Les mauvaises nouvelles se sont accumulées depuis le début de l'année. Certaines n'étaient pas forcément prévisibles (guerre en Ukraine, confinement en Chine) alors que d'autres étaient déjà partiellement anticipées (hausse de taux des Banques centrales, inflation persistante). Mais, un scénario de récession n'était quasiment jamais évoqué concernant l'année 2022... C'est aujourd'hui le cas ! Ce thème sera la clé pour anticiper le sens des marchés pour le reste de l'année. En effet, l'histoire montre qu'il existe deux types de correction sur les marchés actions : les baisses de milieu de cycle ou de fin de cycle. Dans le premier cas, le mouvement est en moyenne de 20%, soit la baisse constatée sur les marchés actions depuis le début de l'année. Dans le second cas, la correction est en moyenne de 40%... **Il y a aujourd'hui un risque de récession et donc de baisser significativement par rapport au niveau actuel car le chemin que la Banque centrale américaine (FED) doit emprunter pour casser l'inflation sans détruire la croissance est étroit.** Il reste néanmoins selon nous envisageable car la FED peut s'appuyer sur son expérience passée ainsi que sur une économie américaine toujours robuste pour atteindre ce double objectif.

| Positions au 16/05/2022 | Négatif | | Neutre | Positif | | Evolutions | Stratégies |
|----------------------------|---------|---------------|------------|--------------|----|------------|---------------------------|
| | -- | - | = | + | ++ | | |
| CLASSES D'ACTIFS | | | | | | | |
| | | | Monétaire | | | ↕ | |
| | | Obligations | | Crédit | | ↔ | |
| | | | Actions | | | ↕ | |
| OBLIGATIONS | | | | | | | |
| | | Core | | | | ↕ | |
| | | 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 |
| 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 : SO FAR, SO GOOD IN THE UK ?

Le premier tiers de l'année se termine sous un constat plutôt négatif. L'inflation est de retour, et oblige les Banques centrales à réagir sous la contrainte de ne pas trop fragiliser la croissance, et tout cela dans un contexte géopolitique très tendu. Ce climat hautement périlleux inquiète les investisseurs et pèse sur les principaux indices.

Ainsi, sur les quatre premiers mois de l'année, la plupart des marchés actions s'inscrivent en baisse. Aux États-Unis, en Europe ou en Chine, tous les indices sont dans le rouge et pour certains d'entre eux de façon très significative.

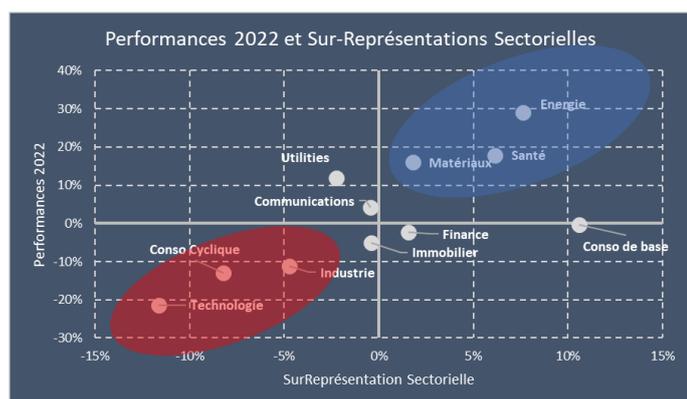
Une seule singularité, le Royaume-Uni qui, fidèle à cette habitude qu'ont les Anglais de ne pas faire comme les autres, affichent même une progression positive.



Source : SANSO IS, Bloomberg, MSCI

Données au 11/05/2022

On ne peut exclure un effet de rattrapage dans cette performance récente, le marché anglais ayant assez fortement sous-performé durant toute cette période d'incertitude dont on se souvient, entre le vote du Brexit en 2016 et sa mise en place en 2021. Néanmoins, il faut reconnaître que, du fait de sa structure sectorielle, le marché anglais profite cette année d'un véritable alignement des planètes.



Source : SANSO IS, Bloomberg, MSCI

En effet, les secteurs les plus surreprésentés dans le marché anglais sont aussi les plus performants.

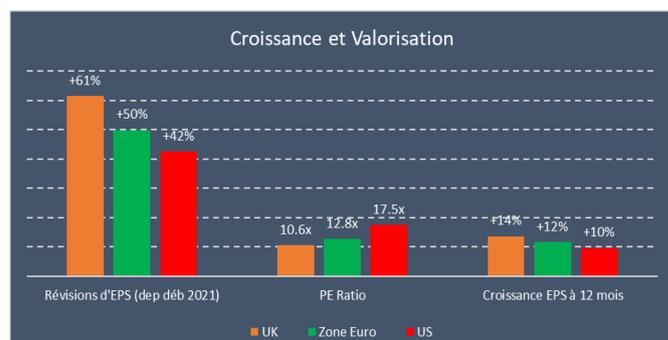
Et en même temps, les plus sous représentés sont ceux dont les replis sont les plus importants.

Dans les deux cas, cette différence de composition sectorielle est à l'avantage du marché britannique et contribue à sa surperformance vis-à-vis des autres marchés européens.

L'écart se creuse également au niveau des titres eux-mêmes, les entreprises anglaises de ces mêmes secteurs affichant souvent de bien meilleures performances sur la période que leurs homologues européennes.

Avec une croissance en baisse, une inflation en hausse, et une BOE qui augmente ses taux, l'environnement macroéconomique n'est pas particulièrement plus favorable au Royaume-Uni qu'ailleurs.

En revanche, le marché anglais bénéficie de son caractère traditionnellement défensif et de sa forte exposition à l'international, ce qui dans le contexte actuel constitue un réel avantage.



Source : SANSO IS, Bloomberg, MSCI

De plus, les perspectives bénéficiaires sur ce marché ont été revues à la hausse de plus de 60% depuis le début de l'année, conduisant ainsi à une décote significative, que ce soit d'un point de vue historique ou en comparaison aux autres marchés.

Malgré les excellentes performances récentes, nous pensons que le marché anglais dispose toujours d'un fort potentiel d'appréciation grâce notamment à sa sensibilité au prix des matières premières, son caractère défensif et à un excellent compromis croissance/valorisation.

FOCUS ISR : ÉTAT DU MARCHÉ DE LA DETTE DURABLE EN 2021

Climate Bonds Initiative, une organisation non-gouvernementale internationale qui œuvre pour la mobilisation de capitaux pour l'action climatique, vient de publier son onzième rapport sur l'état du marché mondial de la dette durable. Cette nouvelle édition inclut l'analyse des marchés verts, sociaux et durables (GSS), ainsi que des obligations liées à la durabilité (SLB) et des obligations de transition. L'ensemble de ces instruments se regroupe sous l'acronyme GSS+, pour Green, Social and Sustainability +.

En 2021, les volumes d'émissions obligataires de type GSS+ ont augmenté de 46%, comparé à l'année précédente, pour atteindre un montant de 1 100 milliards de dollars. Les Sustainability-Linked Bonds (SLB) ont connu la croissance la plus forte en multipliant par dix les volumes entre 2020 et 2021.

GSS+ debt volume surpassed USD1tn in 2021



Les obligations vertes représentent près de la moitié du volume des instruments de dette et leurs émissions ont augmenté de 75% en glissement annuel. Le cumul des émissions d'obligations vertes depuis la création de ces instruments a atteint 1 600 milliards en 2021.

L'Europe est la région la plus émettrice de green bonds avec des émissions cumulées atteignant 758 milliards de dollars à la fin de l'année. En 2021, elle a émis la moitié des obligations vertes du marché mondial, poussée par la croissance des émissions provenant des sociétés financières et des souverains européens.

Half of the 2021 green volumes originated from Europe



La France a consolidé sa position de « leader » en lançant sa deuxième obligation verte souveraine qui, à la fin de l'année, représentait 13 milliards de dollars.

Les green bonds ont pour but de faciliter les investissements dans des projets qui présentent des avantages pour l'environnement et peuvent atténuer les risques liés au changement climatique.

Pour être qualifié ainsi, l'émission doit respecter un certain nombre de critères des *Green Bond Principles*, formulé par l'ICMA. En revanche, l'étude souligne qu'il y a un manque notable de normalisation et de transparence parmi les obligations vertes.

Comme vu précédemment, les volumes de Sustainability-Linked Bonds (SLB) ont fortement augmenté. Ils représentent 4,8 % du marché des GSS+ fin 2021, contre 0,9 % en 2020.

Les SLB sont des titres de créance émis avec une rémunération qui dépend en partie du respect d'objectifs de performance de durabilité (SPT) mesurés à partir d'indicateurs clés de performance (KPI) associés à l'entité financée. Des pénalités/récompenses (augmentations/réductions de coupons, obligations de remboursement anticipé, etc.) découlent de la réalisation ou non des SPT.

C'est un outil de financement idéal pour les émetteurs des secteurs où la décarbonisation est difficile et qui ne disposent pas des actifs requis pour des émissions vertes traditionnelles, mais qui cherchent néanmoins à lier leur financement à leur parcours de décarbonisation.

Le secteur des Utilities est celui qui émet le plus d'obligations SLB, avec en notament Enel qui représente près de 60% des émissions du secteur.

En 2022, Climate Bonds s'attend à ce que les émissions restent dynamiques avec notamment 1 000 milliards de dollars de nouvelles obligations vertes d'ici la fin de l'année, d'après les premiers résultats d'une enquête menée fin 2021. Bien que ces dernières restent le thème le plus dominant, la croissance de tous les thèmes témoigne d'une approche inclusive de la croissance des flux de capitaux.

Climate Bonds a identifié cinq thèmes qui pourraient dominer le marché des GSS+ en 2022, dont les taxonomies.

D'après le rapport, ces réglementations aideront les émetteurs à identifier les projets appropriés à financer et les investisseurs à privilégier les investissements durables.

Lettre rédigée le 16 mai 2022