

FOCUS MACRO : GUERRE EN UKRAINE ET CROISSANCE MONDIALE

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse légèrement sur le mois puisqu'elle passe de 11,1 à 10,7. Les données économiques n'intègrent pas encore la guerre en Ukraine car celle-ci a commencé à la fin du mois de février. La visibilité sur l'issue de ce conflit est faible mais la croissance mondiale et l'inflation seront impactées par cette guerre. Plus la guerre dure, plus le coût sur l'économie mondiale sera fort. Les économistes ont déjà révisé à la baisse leur prévision de croissance pour 2022 de 4,5% à 4,0%. Cette tendance devrait se poursuivre tant qu'une forme de stabilisation sur le front ukrainien n'aura pas été trouvée.

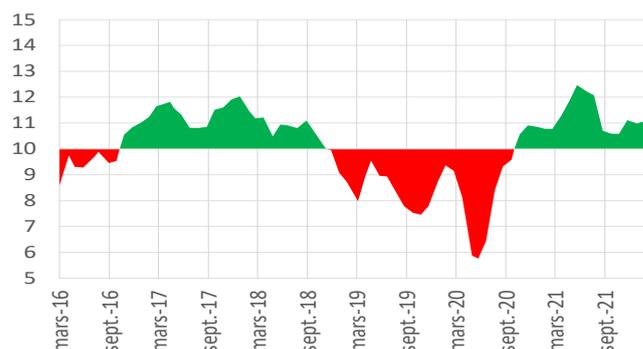
Au niveau géographique, les dynamiques sont stables. Les Etats-Unis affichent toujours une note positive (11,5). De son côté, la zone euro a une note légèrement au-dessus de 10. Celle-ci a tendance néanmoins à se stabiliser après avoir baissé au quatrième trimestre du fait d'Omicron. Le Japon qui a connu quelques déceptions sur le mois a une note qui corrige à 9,2. En Chine, la note (10,7) est stable. Le gouvernement a annoncé viser une croissance de 5,5% pour 2022. Cette décision devrait soutenir les actifs chinois et également l'économie mondiale. La Russie, avant l'annonce de la guerre, avait une note de 11,3. Celle-ci devrait s'écrouler du fait des différentes sanctions annoncées par les occidentaux.

Concernant la Covid-19, le variant Omicron est aujourd'hui un sujet secondaire pour les investisseurs. En effet, avec un nombre de morts qui continue de baisser malgré des niveaux de contamination toujours élevés, le virus fait moins peur. Cette analyse apparaît surtout vraie dans les pays développés où le taux de vaccination de la population est élevé avec des vaccins efficaces (ARN messenger). La Chine avec sa politique zéro covid et des vaccins moins efficaces doit aujourd'hui faire face à une nouvelle hausse des contaminations. La Covid-19 est une endémie et non plus une pandémie mais reste néanmoins un sujet à suivre.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué) augmente de 30% à 40% du fait de la guerre en Ukraine. Celle-ci pourrait déstabiliser l'économie mondiale en provoquant, en particulier, une nouvelle hausse de l'inflation via le prix des matières premières. Le scénario de croissance soutenue reste néanmoins notre scénario centrale (probabilité de 55%) car le ralentissement économique devrait se concentrer principalement sur l'Europe. La probabilité d'un scénario de forte accélération de l'économie est aujourd'hui faible (5%).

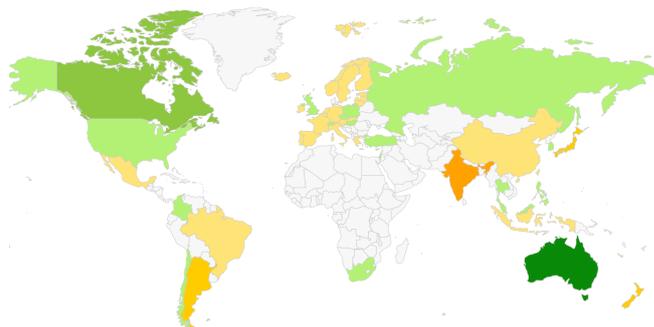
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



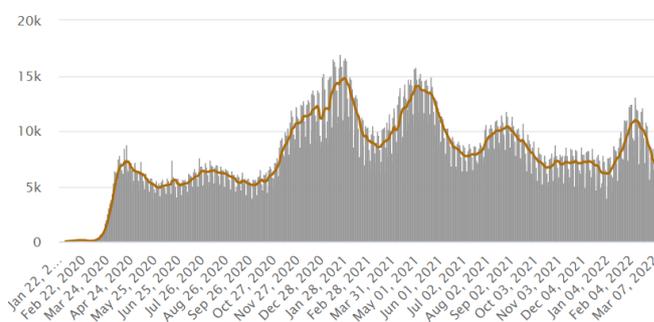
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Nombre de décès quotidien du fait du Covid-19



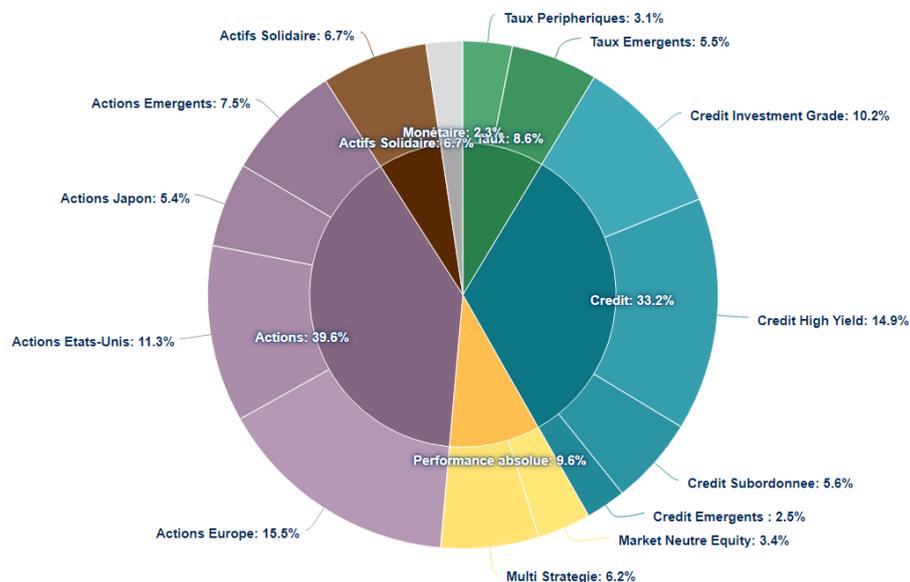
Source : Ourworldindata

FOCUS ALLOCATION : PRUDENCE FACE À LA GUERRE EN UKRAINE ?

La guerre n'est heureusement pas un environnement habituel dans nos réflexions. Elle s'est pourtant invitée dans nos analyses depuis quelques semaines avec la décision du Président Poutine d'envahir l'Ukraine. La correction des marchés a été violente avec une volatilité implicite en zone euro à 60, niveau atteint uniquement en 2008, 2011 et 2020. **La réaction naturelle face à une telle situation est la prudence tant le risque semble imprévisible et potentiellement très élevé. Néanmoins, si nous nous obligeons à faire une analyse rationnelle de la situation, la conclusion est différente.** Le premier élément à prendre en compte est le niveau de valorisation des marchés. Avec des spreads évoluant entre 4% et 5% sur le crédit à haut rendement, cette classe d'actifs offre de nouveau un portage attractif. Concernant les actions, il y a eu un « derating » important. Le P/E des actions de la zone euro est ainsi passé de 16 à 12 en quelques semaines. Le deuxième élément est le positionnement des investisseurs. Celui-ci a été réduit sur les actifs risqués au cours de la crise ukrainienne. Considérant que le pire n'est pas le plus probable, les niveaux actuels offrent des points d'entrée attractifs sur les actions et le crédit dans une perspective moyen terme.

	Très négatif	Négatif	Neutre	Positif	Très positif	Evolution	Stratégies privilégiées
Classes d'actifs				Monétaire		=	
		Obligations				=	
			Crédit			=	
			Actions			=	
Obligations							
		Core				=	Etats-Unis
		Périphériques				=	
			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.**

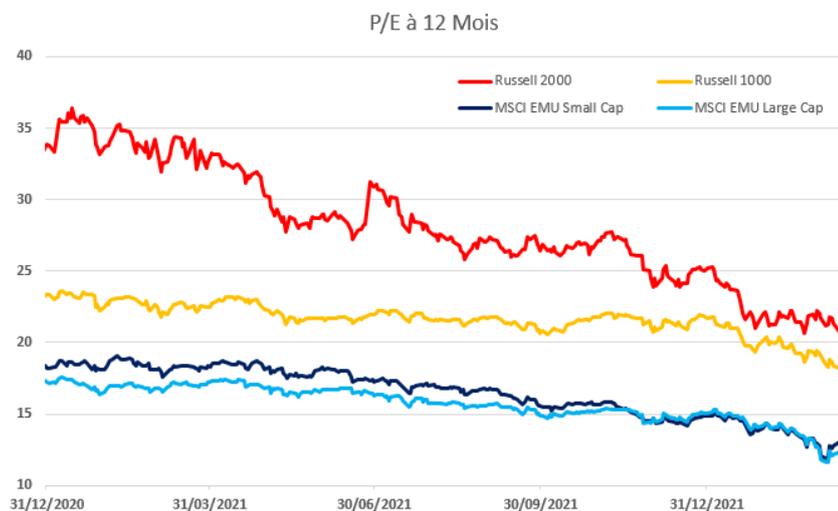


FOCUS MARCHÉ : DÉCOTE DES VALEURS À FAIBLE CAPITALISATION

Malgré un contexte très incertain sur l'économie mondiale consécutivement à la combinaison d'un stress géopolitique, d'une crise énergétique, d'une inflation galopante et d'un risque sanitaire pas entièrement éteint, la dynamique des bénéficiaires fait toujours preuve d'une remarquable résistance.

Les analystes continuent de réviser leurs perspectives de résultats pour les prochains trimestres ce qui, en ce début d'année plus délicat sur les marchés actions, entraîne une phase de de-rating relativement marquée sur la plupart des indices internationaux.

Mais dans ces phases de forte volatilité on assiste souvent à des mouvements de surréaction sur certains segments.



Source : SANNO IS, Bloomberg, MSCI

On a notamment observé depuis un peu plus d'un an, des de-ratings plus importants sur les valeurs de croissance ou sur les pays émergents par rapport aux marchés standards.

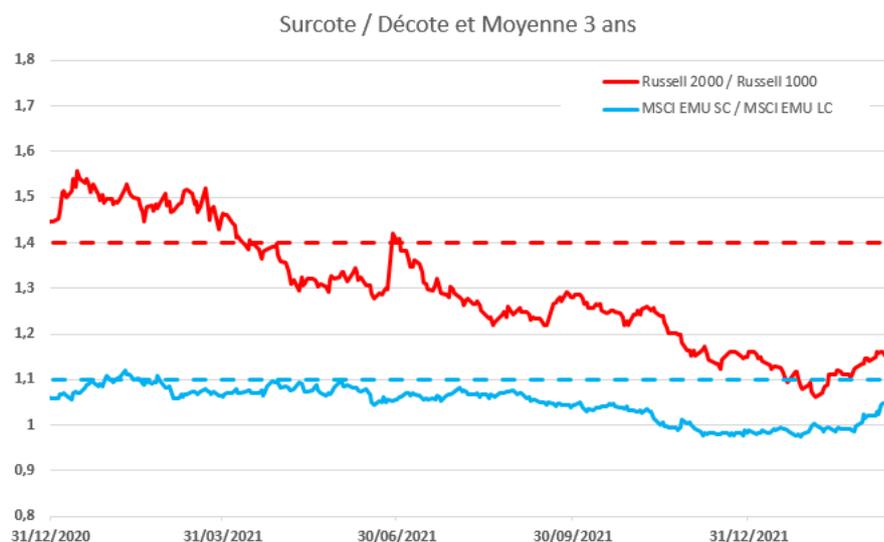
Sur les petites valeurs, le même phénomène s'est produit avec une compression des multiples au cours des derniers mois beaucoup plus importante que sur les grandes valeurs, comme l'illustre le graphique ci contre, tant sur les Etats-Unis que sur l'Europe.

Si, du fait de sa structure sectorielle, le marché américain affiche des niveaux de valorisation en général plus élevés que les indices européens, c'est encore plus vrai pour les petites valeurs.

La hausse des taux d'intérêt et le rallye « Value » qui l'a suivie, a entraîné un mouvement de sous-performance particulièrement marqué sur les valeurs de croissance américaines à faible capitalisation, corrigeant ainsi la survalorisation qui s'était construite lors de la reprise des marchés après le drawdown de février-mars 2020.

Ainsi, alors qu'au début 2021, les petites valeurs américaines affichaient une surcote dépassant les 50%, celle-ci avait quasiment disparu au début de cette année, ramenant leur valorisation à parité avec les grandes valeurs.

En Europe, le mouvement a été moins fort en amplitude mais il aura toutefois permis de voir les petites valeurs afficher en fin d'année dernière une décote temporaire vis-à-vis des plus grandes.

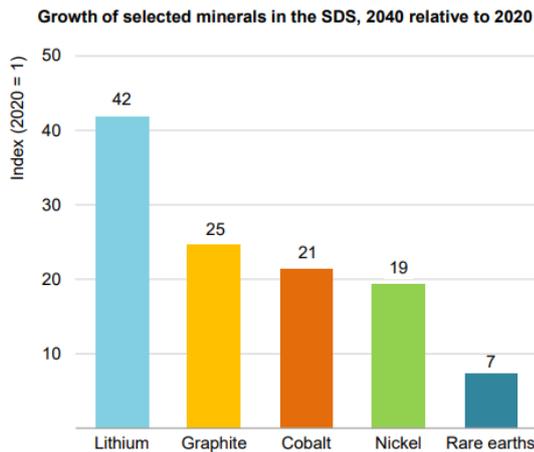


Source : SANNO IS, Bloomberg, MSCI

Depuis, le mouvement semble s'inverser. Compte tenu d'une part d'un niveau de surcote largement inférieur aux moyennes historiques, et d'autre part d'un environnement plutôt favorable à ces petites valeurs généralement moins sensibles au contexte international, **il nous semble judicieux aujourd'hui de se positionner plus généreusement sur ce segment de marché, tant du côté européen que du côté américain.**

FOCUS ISR : LES RISQUES ESG ASSOCIÉS AUX MÉTAUX DE LA TRANSITION

La transition énergétique va considérablement faire évoluer la demande en métaux et minéraux dans les décennies qui viennent. Ainsi, selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE), la demande en cuivre devrait être multipliée par 3 à horizon 2040 et la croissance de la demande pour d'autres matières premières sera encore plus spectaculaire avec des multiplications par environ 20 pour le cobalt et le nickel et par plus de 40 en ce qui concerne le lithium.



Source : Agence Internationale de l'Energie, The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions

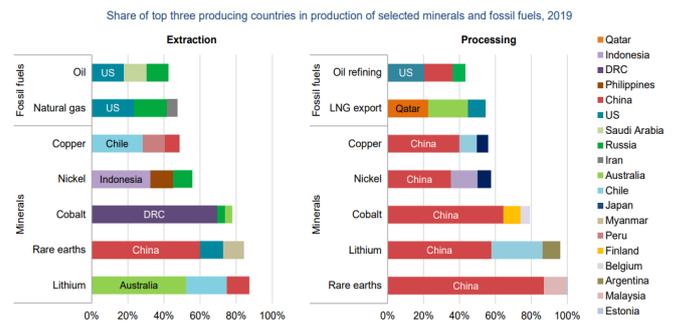
Toujours selon l'AIE la taille totale du marché des métaux de la transition dépassera celle du marché du charbon entre 2030 et 2040 dans un scénario de transition énergétique rapide.

Même en cas de développement rapide, les filières de recyclage de ces métaux ne répondront qu'à 8% environ de la demande en 2040. Il est donc nécessaire de développer considérablement les capacités d'extraction et de transformation de ces matières premières.

Or l'extraction et la transformation de ces matières premières s'accompagnent de nombreux risques ESG comme l'a notamment mis en lumière Shareholders for Change (SfC), la coalition d'investisseurs dont Sanso IS fait partie, au travers de son rapport *Rare Metal Supply Chains, Challenges for a Sustainable Energy Transition* publié en mai 2019. Plus récemment MSCI a également publié un rapport dédié aux risques ESG associés aux métaux de la transition.

En effet, actuellement plus de 60% des terres rares sont extraites en Chine et la République Démocratique du Congo (RDC) domine le marché du cobalt.

En outre, la Chine joue un rôle clé dans la transformation de nombreuses matières premières liées à la transition.

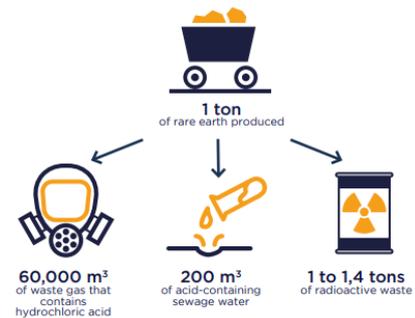


Source : Agence Internationale de l'Energie, The Role of Critical Minerals in Clean Energy Transitions

Or ces deux pays présentent un risque élevé du point de vue du respect des Droits de l'Homme. Divers rapports ont mis en lumière le recours au travail forcé de la communauté Ouïghour dans la chaîne d'approvisionnement du secteur solaire et la production de cobalt en RDC est associée à de nombreuses controverses notamment relatives au travail des enfants et aux conditions de travail.

De plus, l'extraction de ces métaux peut avoir des conséquences environnementales significatives. Ainsi la production de nickel et de terres rares s'accompagne d'émissions de gaz nocifs et de production de déchets toxiques. L'extraction du lithium est elle très gourmande en eau alors même que les ressources sont fréquemment situées dans des régions arides.

RARE EARTH PRODUCTION COMES WITH TOXIC WASTE



Source : Shareholders for Change, Rare Metal Supply Chains, Challenges for a Sustainable Energy Transition

En tant qu'investisseur nous sommes attentifs à ces sujets au travers de notre politique ESG, de notre politique d'engagement et lors de la prise en compte des controverses affectant les entreprises. Le réseau SfC a d'ores et déjà contacté plus d'une dizaine d'entreprises exposées directement ou indirectement à ces problématiques.

Lettre rédigée le 21 mars 2022