

FOCUS MACRO : STABILISATION DE L'ACTIVITÉ MONDIALE

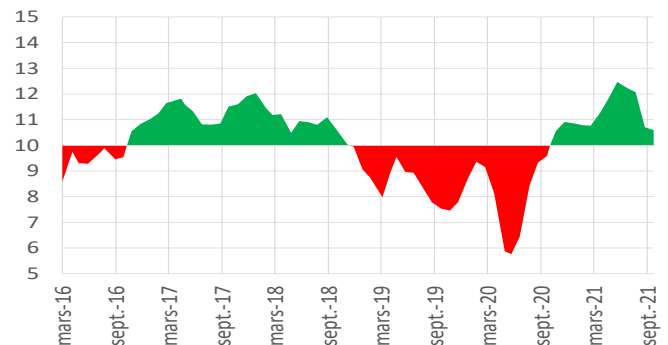
La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ est stable sur le mois. Elle se situe à 10,6. Les différents facteurs (consommation, activité, échanges, immobilier...) affichent tous une note entre 8 et 12. Ainsi, notre scénario d'une stabilisation en cours de l'économie mondiale semble se diffuser progressivement à l'ensemble des données économiques. Si une bonne surprise sur le plan économique devait émerger en 2022, elle viendrait de notre point de vue du consommateur. L'indicateur PMI composite global affiche une progression mensuelle importante (53 à 54,5) mais celle-ci s'explique principalement par la composante inflation.

Sur le plan géographique, la note de la Chine connaît une amélioration sur le mois. Elle évolue de 8,8 à 9,1 après avoir atteint un point bas à 8,4 en septembre. Les données économiques récentes en Chine apparaissent rassurantes même si l'incertitude sur l'immobilier en général et Evergrande en particulier reste élevée. Toutefois, le pire du ralentissement économique chinois est probablement aujourd'hui passé. Du côté des États-Unis, l'activité continue d'être correctement orientée alors que la situation se détériore progressivement en zone euro sous l'effet du rebond des cas de Covid-19.

Concernant la pandémie, plus de la moitié de la population mondiale a reçu au moins une injection d'un vaccin. Cet exploit a été réalisé moins de deux ans après l'apparition du Covid-19. Le Japon est à ce niveau-là impressionnant puisque la population vaccinée est passée de 5% à 79% en six mois ! Une autre nouvelle importante est les premières études sur l'efficacité du vaccin indien, le Covaxin. Ce dernier semble bien fonctionner. Coutant peu cher, il devrait être plus facilement accessible aux pays émergents, leur permettant ainsi d'accélérer leur campagne de vaccination dans les prochains mois.

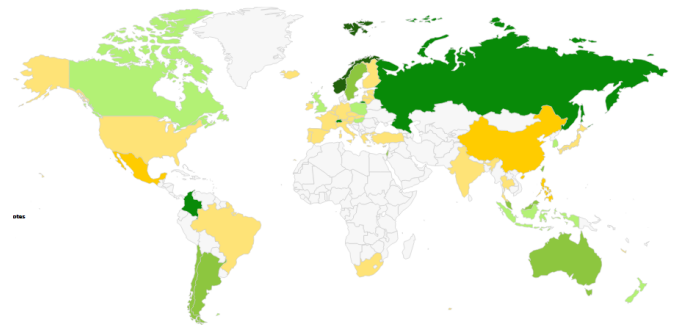
Comme durant le mois précédent, la probabilité attribuée à chaque scénario reste stable. Malgré le rebond des PMIs, la possibilité d'une forte accélération de l'économie paraît faible (10%). La probabilité d'un scénario médian (croissance modérée) reste notre principal scénario (65%). Enfin, l'hypothèse négative (ralentissement marqué) ne peut être exclue (25%), en particulier si la hausse de l'inflation se poursuit durant les prochains mois.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



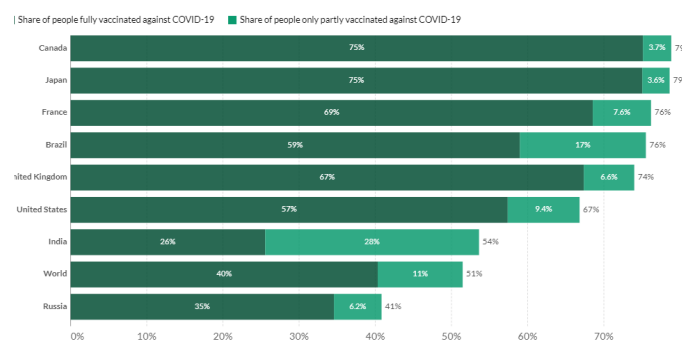
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Pourcentage de la population par pays ayant reçu le vaccin



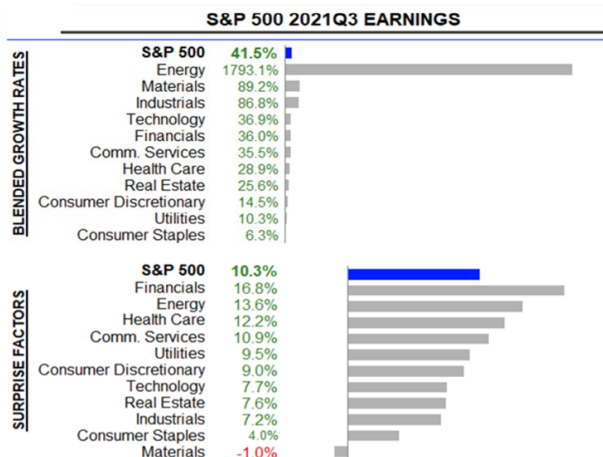
Source : Ourworldindate

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 : RÉSULTATS BÉNÉFICIAIRES Q3 2021

La saison des résultats des entreprises américaines pour le 3ème trimestre 2021 arrive à son terme et une fois encore, ceux-ci s'affichent bien au dessus des attentes pourtant déjà élevées.

Avec une progression moyenne des bénéfices de 41.5% par rapport à la même période l'an passé, les sociétés américaines ont surpris positivement les analystes. 80% des sociétés ont en effet publié des résultats au delà des attentes alors que seulement 15% ont déçu. En moyenne, les sociétés américaines ont publié des résultats 10% au dessus des attentes, un niveau de surprise influencé par les deux secteurs en renaissance cette année, la finance et l'énergie.

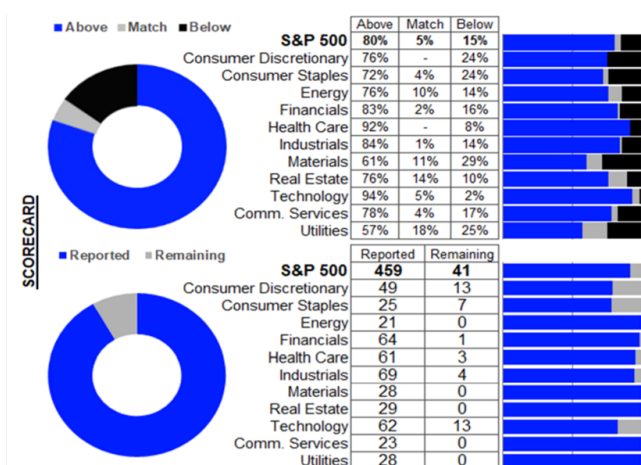


Source : Refinitiv

Cette dynamique très positive dans les niveaux de croissance bénéficiaire aux États-Unis a clairement tiré les marchés actions à la hausse en 2021.

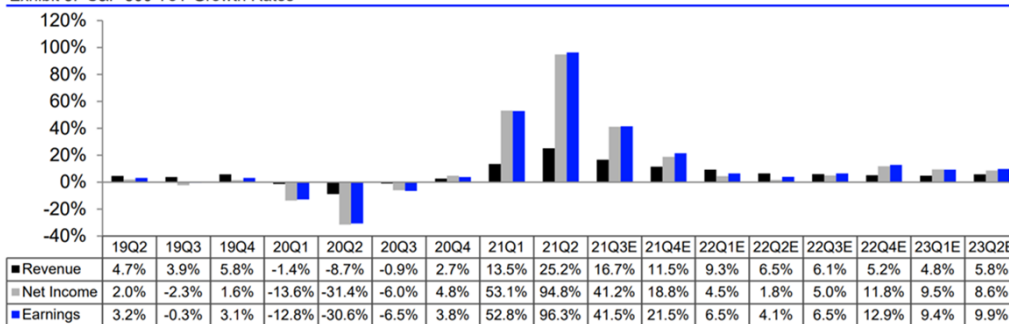
Le détail sectoriel des chiffres de croissance montre une forte influence des secteurs industriels et de ceux liés aux matières premières. Ces secteurs sont ceux qui bénéficient encore d'un effet de base très fort lié au gel des économies en 2020 et à l'arrêt d'une grande partie des activités industrielles.

En revanche, il est intéressant de noter que les surprises sont plus fréquentes dans les secteurs de croissance (Technologie, Santé) mais plus larges dans les secteurs value (Finance, Energie). Une dichotomie qui explique peut être l'incertitude entre les deux styles cette année.

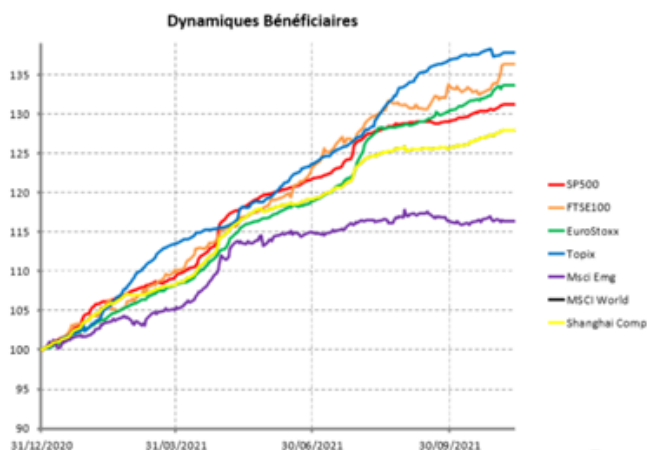


Source : Refinitiv

Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source : Refinitiv



Source : Sanso IS, Bloomberg

Des publications à la fois en forte croissance et au-delà des attentes ont incité les analystes à poursuivre cette dynamique de révisions très puissante et très positive ces derniers mois.

Ces révisions ont notamment permis une petite compression des multiples de valorisation malgré la hausse soutenue des actions cette année.

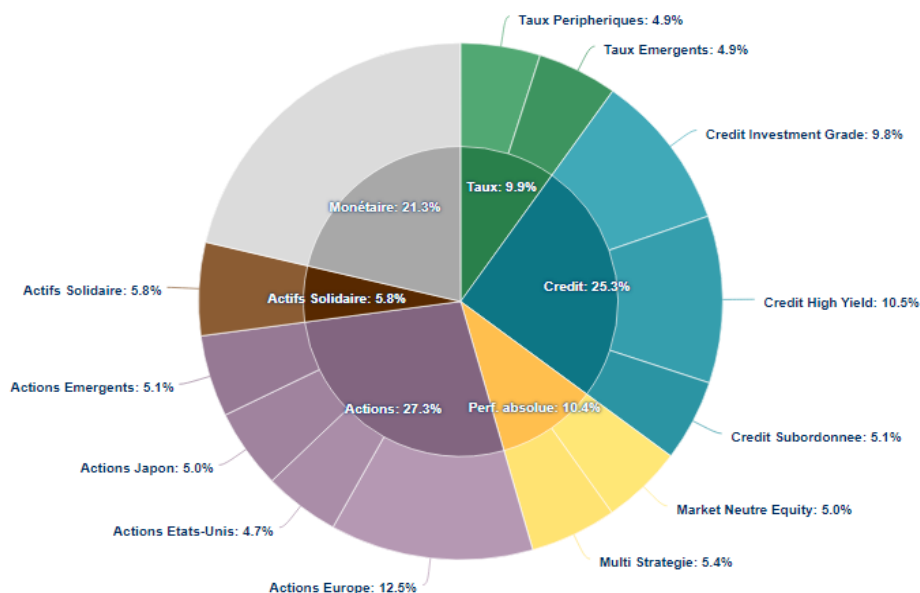
Mais ce mouvement s'est inversé au cours des dernières semaines. Le ralentissement de la dynamique de révision alors que les actions poursuivaient sur leur forte tendance haussière a généré une légère expansion des multiples de valorisation qu'il convient de surveiller, notamment aux États-Unis.

FOCUS ALLOCATION : LA MICRO PLUS FORTE QUE LA MACRO ?

Dans la dernière lettre d'investissement, nous analysons l'apparition d'un environnement macroéconomique moins porteur. En effet, entre une inflation temporaire qui dure, une croissance mondiale qui se normalise et des Banques centrales qui commencent à réduire leur injection de liquidité ; le contexte nous paraissait justifier une volatilité plus élevée sur les marchés financiers. De notre point de vue, ce constat reste toujours vrai. La seule évolution notable sur le mois sur le plan macroéconomique est la Chine où l'économie semble se stabiliser, voire légèrement rebondir. Toutefois, cette réalité macroéconomique a été occultée par les excellents résultats des entreprises. Ces derniers ont clairement rassuré les investisseurs et permis une nouvelle hausse des marchés. La saison des résultats se terminant, ce moteur devrait progressivement s'éteindre. **Dans ce contexte, nous maintenons une allocation d'actifs stratégique relativement prudente.** Nous considérons néanmoins qu'il y a une opportunité sur le crédit émergent (Asie en particulier) au vu des valorisations extrêmes atteintes récemment. Enfin, nous surpondérons le dollar afin de se protéger contre le risque inflationniste.

	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			=	
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 : QUE RETENIR DE LA COP 26 ?

Beaucoup d'observateurs estimaient que la 26^{ème} Conférence des Parties à la CCNUCC (Convention-Cadre des Nations-Unies sur les Changements Climatiques) qui s'est ouverte à Glasgow début novembre avait peu de chance de conduire à des avancées significatives en termes de lutte contre le réchauffement climatique.

En effet, selon les données communiquées par l'UNEP (Programme des Nations-Unies pour l'Environnement), les engagements soumis par les États en amont de la COP, appelés Nationally Determined Contributions (NDC) dans le langage onusien, coïncidaient avec un réchauffement de 2.7 degrés d'ici la fin du siècle. Ces engagements étaient donc nettement insuffisants au regard de l'Accord de Paris sur le climat qui fixait pour objectif de maintenir l'augmentation de la température moyenne de la planète bien en dessous de 2 degrés.

De plus, l'absence de certains dirigeants, notamment le Président chinois Xi Jinping et le Président brésilien Jair Bolsonaro ainsi que leur homologue russe Vladimir Poutine, semblait sous-entendre que ces pays ne faisaient pas de la COP une priorité.

Que faut-il alors retenir de cette conférence des Nations-Unies sur le climat qui s'est terminée il y a quelques jours ? Les avancées obtenues vont-elles avoir des impacts significatifs en matière de lutte contre le réchauffement climatique ?

Dès les premiers jours plusieurs accords ont été annoncés en marge des négociations officielles : une centaine de pays abritant 85% des forêts mondiales parmi lesquels le Brésil et la République Démocratique du Congo ont annoncé s'engager à mettre fin à la déforestation d'ici 2030. Un objectif jugé trop lointain et insuffisant par beaucoup d'ONG comme Greenpeace ou Canopée et pour cause, bon nombre de ces pays s'étaient déjà fixés le même objectif pour fin 2020.

Dans le même temps, une trentaine d'institutions financières représentant 8 700 milliards d'actifs parmi lesquelles AXA, Schroders ou Aviva se sont engagés à ne plus financer d'activités liées à la déforestation.

Par ailleurs, 2 novembre, 105 États ont rejoint un Pacte Global pour le Méthane qui vise à réduire de 30% les émissions de ce puissant gaz à effet de serre d'ici 2030.

Si cet accord constitue une première mondiale, on peut regretter que la Chine, la Russie et l'Inde qui représentent un tiers des émissions de ce gaz à effet de serre, n'aient pas souhaité y participer. En outre, l'objectif de 30% est loin des recommandations de l'Agence Internationale de l'Energie qui estime qu'une réduction de 80% des émissions de méthane est nécessaire d'ici 2030 pour limiter le réchauffement climatique à 1.5°.

Par la suite, lors de la journée dédiée à la finance, environ 450 acteurs du monde financier membre de la Glasgow Financial Alliance for Net Zero et représentant 130 000 milliards de dollars d'actifs se sont engagés à atteindre la neutralité carbone d'ici 2050. Cette annonce spectaculaire a toutefois été critiquée car elle n'est pas assortie de contraintes liées à l'arrêt du financement des énergies fossiles.

Cependant, une vingtaine de pays, parmi lesquels les États-Unis et le Canada, se sont engagés à mettre un terme, d'ici fin 2022, au financement à l'étranger de projets d'énergies fossiles sans capture de carbone. De plus, une quarantaine de pays ont pris l'engagement de sortir du charbon d'ici 2040 au plus tard. Il s'agit à nouveau d'un demi-succès dans la mesure où la Chine et l'Inde ne font pas partie des signataires.

L'Inde a d'ailleurs fait preuve d'une certaine ambivalence lors de cette COP, indiquant avoir pour ambition d'atteindre la neutralité carbone en 2070 mais militant dans le même temps pour que la rédaction de l'accord final soit assouplie notamment sur la question de la sortie du charbon.

Au final Alok Sharma, le Président de la COP lui-même, ne laisse guère de place au doute en déclarant être désolé et comprendre les déceptions. La COP 26 n'a pas atteint ses objectifs et en particulier elle n'a pas permis de faire coïncider les ambitieuses promesses de long-terme de nombreux pays avec les mesures prises à court et moyen-terme qui restent insuffisantes pour respecter ces engagements.

Toutefois cette COP a eu le mérite d'attirer l'attention sur la question de la compensation des pertes liées aux catastrophes climatiques, cruciale pour les pays émergents et surtout d'inviter les signataires de l'Accord de Paris à revoir leurs feuilles de route climatique tous les ans plutôt que tous les 5 ans. Les espoirs d'avancées significatives dans un avenir proche restent donc permis.

Lettre rédigée le 17 novembre 2021