

FOCUS MACRO : UN RALENTISSEMENT DE PLUS EN PLUS ÉVIDENT

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse sur le mois en passant de 9,2 à 8,7. Ce mouvement s'explique par une détérioration de la composante tendance et par une dynamique toujours négative de la composante niveau. La quasi-totalité des notes des différents facteurs baisse à l'exception des « échanges » qui restent stables. Cette tendance négative est confirmée par le PMI global composite qui corrige de 50,5 à 50,0 sur le mois. Ce niveau étant à la frontière entre ralentissement et expansion, il représente la forte incertitude économique actuelle. Une baisse de l'activité mondiale est aujourd'hui relativement claire mais la question est d'évaluer son ampleur.

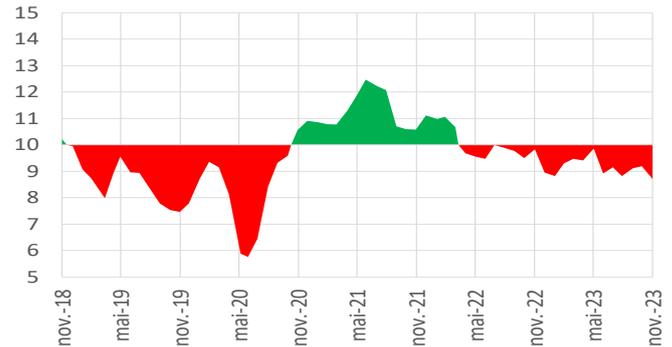
Au niveau pays, la note de la zone euro corrige en passant de 7,8 à 6,7. Cette dynamique négative s'explique principalement par les facteurs « immobilier », « consommation » et « activité économique ». Le seul point plus positif concerne la note du facteur « indicateurs avancés ». Même si en absolu celle-ci reste très faible (4,8), elle montre depuis quelques mois une forme de stabilisation. Les notes des autres principales zones (États-Unis, zone euro et Japon) sont relativement stables sur la période. Il faut également noter que depuis plusieurs mois, les pays émergents affichent des meilleures notes que les pays développés avec une moyenne par zone de respectivement 9,5 contre 7,9.

Avec la publication d'octobre (3,2%), l'inflation américaine confirme la poursuite de la normalisation. En effet, au-delà du chiffre, les composantes que la Banque centrale américaine (FED) considère comme clés montrent des dynamiques positives. Ainsi, la composante « services » qui est en bleue sur le graphique montre une baisse certes faible mais très régulière. De plus, la contribution de la composante « biens » (en rouge sur le graphique) qui avait généré de l'inflation durant la période post-covid est aujourd'hui proche de zéro. La FED n'a pas encore complètement vaincu l'inflation mais elle n'a jamais été aussi proche de son objectif.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) progresse de 50% à 55%. Cette augmentation s'explique par une détérioration des indicateurs avancés et également par des données d'activité montrant de plus en plus un ralentissement, en particulier en zone euro. En lien avec cette analyse, le scénario de croissance modérée a une probabilité qui baisse de 50% à 45%. Le scénario le plus positif (rebond important) affiche une probabilité de 0% au vu de la dynamique économique actuelle.

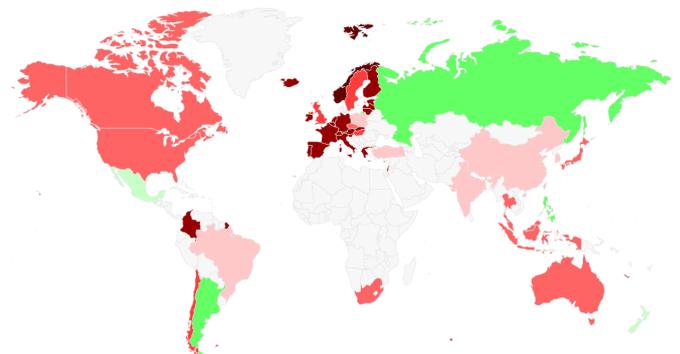
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



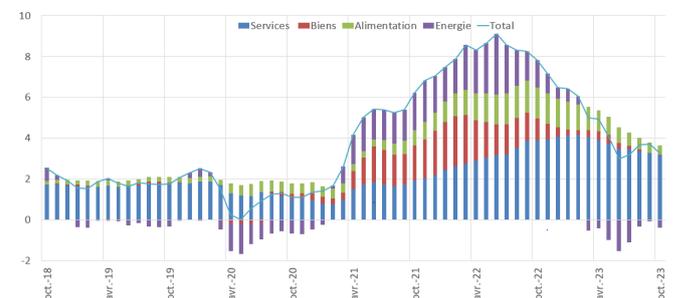
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois



Source : Sanso IS; Bloomberg

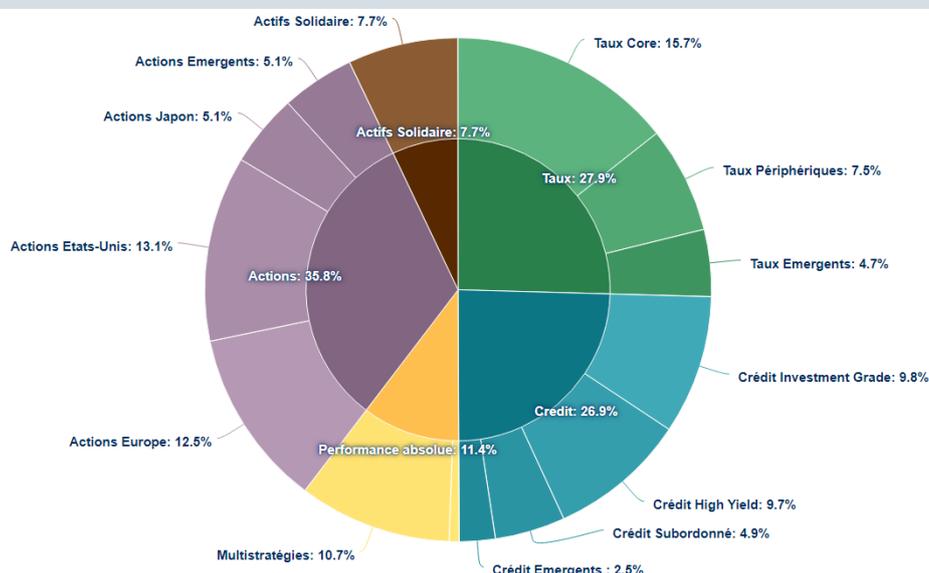
FOCUS ALLOCATION : LES OBLIGATIONS SOUVERAINES

par Cyriaque DAILLAND

Depuis quelques mois, la sensibilité obligataire offre de nouveau un couple rendement/risque attractif. Dans un premier temps, les taux souverains américains se sont imposés comme la meilleure classe d'actifs obligataires du fait d'un niveau de taux élevé et d'une capacité à protéger un portefeuille en cas de craintes fortes sur l'économie. Puis, les obligations émergentes en devise locale avec des rendements élevés et des devises faibles vis-à-vis de l'euro ont également été analysées comme une classe d'actifs à privilégier. **Au vu de la dynamique sur l'inflation dans les pays développés et du changement des discours des banquiers centraux, nous avons décidé ce mois-ci de faire évoluer notre positionnement sur les taux core de négatif à neutre.** Cette analyse s'applique ainsi en taux allemands, français ou encore anglais. Le Japon est une exception parmi les grands pays développés. Avec un faible rendement et une Banque centrale en retard, les taux japonais n'offrent pas actuellement un profil attractif. En-dehors de ce cas spécifique, les obligations souveraines retrouvent ainsi aujourd'hui pleinement leur place dans un portefeuille diversifié, avec, de notre point de vue, toujours une préférence pour les taux américains.

Positions au 20/11/2023	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-		=	+		
CLASSES D'ACTIFS							
				Monétaire		↔	
			Obligations			↔	
			Crédit			↔	
			Actions			↔	
OBLIGATIONS							
			Core			↗	Etats-Unis (10 ans)
			Périphériques			↔	Grèce et Italie
				Emg Local		↔	
			Emg Hard			↔	
CREDIT							
		Invest. Grade				↔	
			High Yield			↔	Cross Over, Faible Sensi.
			Subordonnées			↔	
			Emergents			↔	Amérique latine
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 MARCHÉ : AVIS DE TEMPÊTE SUR LES ÉNERGIES RENOUVELABLES ?

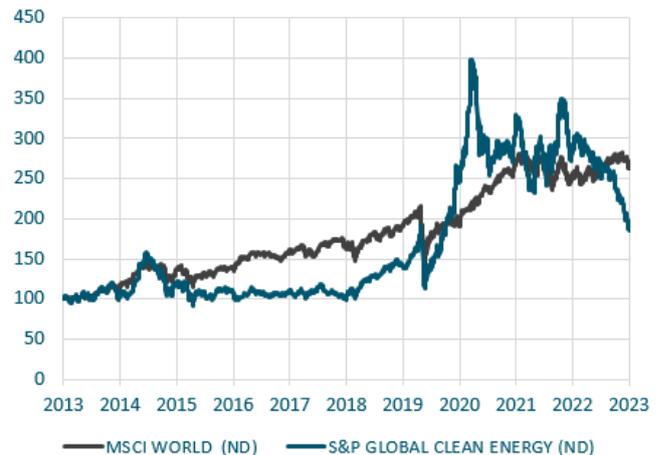
par Michel MENIGOZ, François FONTAINE et Edmond SCHAFF

Au début de 2022, nous soulignons dans le Sanso Espresso la sous-performance du secteur des énergies renouvelables, avec un écart de 50% par rapport aux actions internationales en 2021. Malheureusement, cette tendance persiste, et les dix premiers mois de 2023 voient l'indice S&P Global Clean Energy chuter de 34%, alors que le MSCI World enregistre une progression de 9%.

Cette forte diminution s'explique par divers éléments. Tout d'abord, l'augmentation des taux d'intérêt dissuade les particuliers d'investir dans des installations solaires, ce qui a un impact négatif sur les entreprises spécialisées.

Ensuite, des conditions financières plus contraignantes entravent le développement de nouveaux parcs solaires ou éoliens, comme illustré par l'absence de candidats lors du récent appel d'offres au Royaume-Uni pour les projets de construction d'éoliennes offshore.

Performances Historiques Renouvelable VS Monde



Dans le secteur de l'éolien en mer, l'augmentation des coûts de fabrication, de transport et de construction a incité plusieurs acteurs à dévaloriser voire à abandonner des projets en cours. De plus, des problèmes de fiabilité des équipements ont exercé une pression supplémentaire sur certaines entreprises.

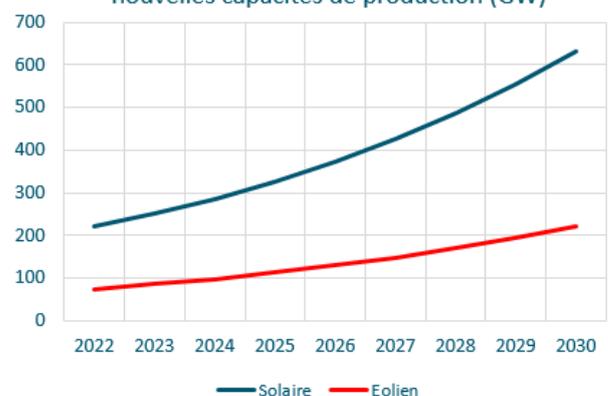
En ce qui concerne le secteur solaire, les prix des panneaux ont connu une diminution notable. Cela s'explique par la décision des producteurs de panneaux de développer de nouvelles capacités de production en anticipation d'une demande croissante, ce qui a impacté négativement les marges.

Le secteur des énergies renouvelables a toujours été très volatil avec un enchaînement de phases d'euphorie boursière et de traversée du désert. Sur les 5 dernières années, la volatilité de l'indice S&P Global Clean Energy avoisine les 31% soit près du double de celle du MSCI World. Souvenons-nous également qu'en 2020 l'écart de performance entre les deux indices avait dépassé les 100% en faveur du S&P Clean Energy.

Il est à la fois indispensable de développer considérablement les énergies renouvelables pour des raisons climatiques et rationnel de le faire sur le plan économique. En effet, les énergies renouvelables sont désormais plus compétitives que les énergies fossiles dans une grande majorité de cas.

De ce fait, même dans son scénario le plus conservateur, l'Agence Internationale de l'Énergie anticipe une croissance des installations de capacités de production solaire et éolienne supérieure à 10% par an pour la période allant de 2022 à 2030.

Prévisions d'installations annuelles de nouvelles capacités de production (GW)



Comme nous le soulignons déjà en 2022 il est donc probable que les entreprises parviendront à terme à convertir une partie au moins de cette hausse spectaculaire des volumes en hausse des bénéfices ce qui sera favorable à leur parcours boursier.

FOCUS ISR : BANQUES CENTRALES ET RISQUE CLIMAT

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Le changement climatique étant susceptible d'avoir un impact majeur sur les dynamiques de croissance et d'inflation mondiales (cf notre focus ISR de septembre), il est naturel que les Banques centrales s'y intéressent.

En 2020, la Banque des Règlements Internationaux, que l'on appelle également fréquemment la Banque des Banques centrales, qualifiait dans une étude le risque climatique de « cygne vert », un clin d'œil au concept de cygne noir qui désigne un évènement peu probable mais aux conséquences majeures pour les marchés financiers.

Elle soulignait que les conséquences du changement climatique sont difficiles à modéliser mais qu'elles pourraient dépasser de loin celles des crises financières « classiques ».

Dès 2017, 114 Banques centrales et superviseurs financiers, parmi lesquelles la Banque centrale européenne (BCE), la Réserve fédérale américaine et la Banque populaire de Chine, ont créé le NGFS (Network for Greening the Financial System) dont l'objectif est d'accélérer le développement de la finance verte et de réfléchir au rôle des Banques centrales face aux changements climatiques.

Le NGFS produit notamment des scénarios climatiques afin d'aider les acteurs du système financier à appréhender les conséquences de différentes évolutions possibles de la transition énergétique et du changement climatique.

La BCE s'est notamment appuyée sur les scénarios du NGFS pour ses stress tests climatiques portant sur l'économie de la zone euro. Cet exercice l'a amenée à conclure que plus la transition vers une économie neutre en carbone serait rapide plus l'économie se porterait bien.

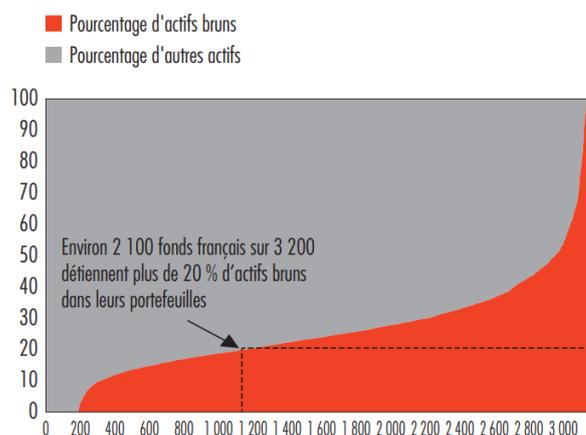
La BCE a également réalisé en 2022 un stress test climatique spécifique aux banques de la zone euro. Elle en conclut notamment que ce risque est encore insuffisamment intégré alors même que les secteurs les plus émetteurs de gaz à effet de serre représentent plus de 60% des revenus issus des crédits aux entreprises non-financières et que les pertes liées aux événements climatiques extrêmes pourraient atteindre au moins 70 milliards d'euros dans les 3 ans qui viennent.

De son côté, la Banque de France prévoit d'évaluer la trajectoire de transition des 300 000 entreprises françaises réalisant plus de 750 000 euros de chiffre d'affaires d'ici 2030 en s'appuyant notamment sur la méthodologie ACT de l'ADEME.

Dans son bulletin de septembre - octobre 2023, elle a également publié une étude analysant l'exposition des fonds d'investissement français aux risques climatiques.

Cette étude se base notamment sur le service Carbon Risk Rating d'ISS-ESG pour établir une distinction entre les actifs verts, les actifs neutres, c'est-à-dire peu exposés aux risques de transition et les actifs bruns pour lesquels le risque de transition est significatif.

Il en résulte que cette dernière catégorie d'actifs représente en moyenne 24% des portefeuilles des 3 200 fonds analysés et que deux tiers des fonds détiennent plus de 20% d'actifs bruns alors que seuls 200 fonds n'en détiennent pas du tout. Le poids de ces actifs en portefeuille est par ailleurs très variable comme le fait ressortir le graphique ci-dessous.



Note : Les fonds sont classés par ordre croissant du pourcentage d'actifs bruns dans leurs portefeuilles.
Données au troisième trimestre 2022.
Sources : Calculs des auteurs, OPC titres, CSDB, ISS-ESG.

La Banque de France estime que les actifs bruns exposent les fonds à un risque de marché découlant de la dépréciation de ces actifs en cas d'accélération de la transition énergétique et à un risque de décollecte, de moins en moins d'investisseurs acceptant d'être exposés à ce type d'actifs.

L'importance croissante accordée au climat par les Banques centrales montre bien que ce sujet est devenu un risque de marché au même titre que les risques de taux, de change ou de liquidité.

C'est pourquoi nous considérons comme essentiel d'analyser l'exposition des entreprises à ce risque ainsi que la façon dont elles le gèrent au travers de notre approche Smart Climate.

Lettre rédigée le 20 novembre 2023