

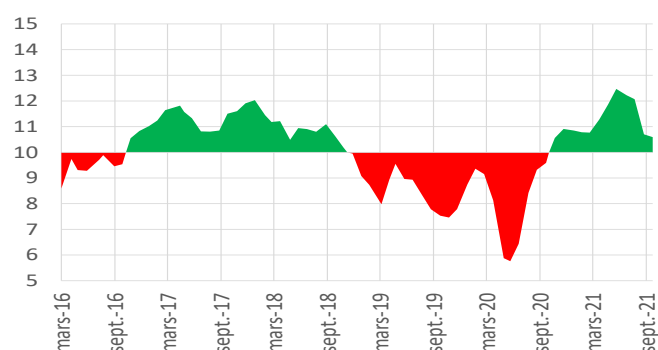
FOCUS MACRO : UN ATTERISSAGE EN DOUCEUR

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse légèrement sur le mois. Elle évolue ainsi de 10,7 à 10,6. L'indicateur PMI composite global après avoir violemment chuté au cours des derniers mois semble aujourd'hui également rassurant puisqu'il passe de 52,6 à 53 sur la période. Au niveau du Sanso Macro Screening, le facteur le plus inquiétant reste la « consommation ». Sa note continue à s'enfoncer sur le mois en passant de 9,3 à 8,6. Il est donc aujourd'hui nécessaire que le consommateur reprenne confiance et dépense donc son surplus d'épargne pour valider notre scénario principal d'un atterrissage en douceur de l'économie mondiale.

Sur le plan géographique, la note des États-Unis connaît un rebond sur le mois. Elle évolue de 10,6 à 11,4. Nous anticipons ce mouvement le mois dernier car le ralentissement de l'économie s'expliquait principalement par la diffusion du variant delta. La situation sanitaire s'étant nettement améliorée aux États-Unis, l'activité économique progresse de nouveau dans le pays. Du côté de la zone euro, la note est moins bien orientée du fait d'une normalisation progressive de l'activité après plusieurs mois de forte croissance. Cet atterrissage n'est pas de notre point de vue inquiétant.

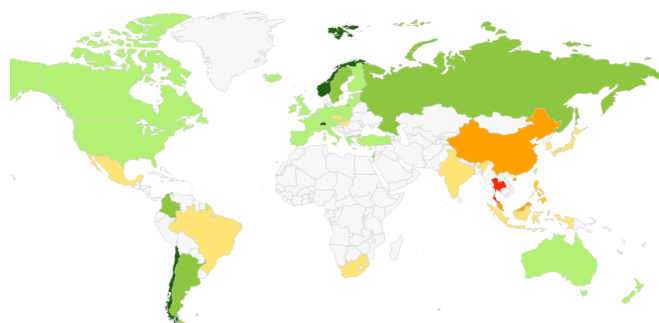
La vaccination continue de progresser à travers le monde. Aux États-Unis, après avoir atteint un point haut le 13 avril, le nombre de personnes se faisant vacciner par jour a touché un point bas le 20 juillet. Depuis cette date qui coïncide quasiment avec les annonces de Joe Biden, le rythme de vaccination remonte progressivement. D'autres pays comme la Russie affiche un rythme de vaccination relativement faible alors même que la majorité de la population n'est toujours pas vaccinée. Le risque principal reste toujours une mutation du virus qui pourrait entraîner une inefficacité de tous les vaccins.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



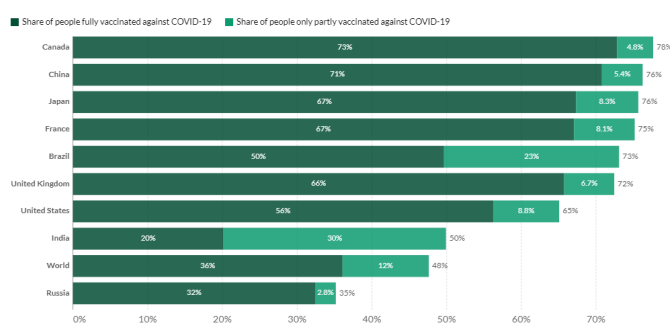
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Pourcentage de la population par pays ayant reçu le vaccin



Source : Official data collated by Our World In Data. This data is only available for countries which report the breakdown of doses administered by first and second doses in absolute numbers. Source : Ourworldindate

Par rapport au mois précédent, la probabilité attribuée à chaque scénario est stable. Au vu de l'environnement, la possibilité d'une forte accélération de l'économie paraît faible (10%). À l'inverse, la probabilité d'un scénario médian (croissance modérée) est élevée (65%). Enfin, le scénario négatif (ralentissement marqué) affiche un risque réel (25%). Les facteurs à suivre concernant ce scénario sont, par ordre d'importance : l'inflation, la Chine et le virus.

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 : VALORISATION

Après une hausse de plus de 20% sur l'année pour les indices actions et malgré quelques signes de consolidation sur le mois de septembre, il est légitime de s'interroger sur la valorisation des marchés actions, notamment dans ce contexte d'incertitude inflationniste.

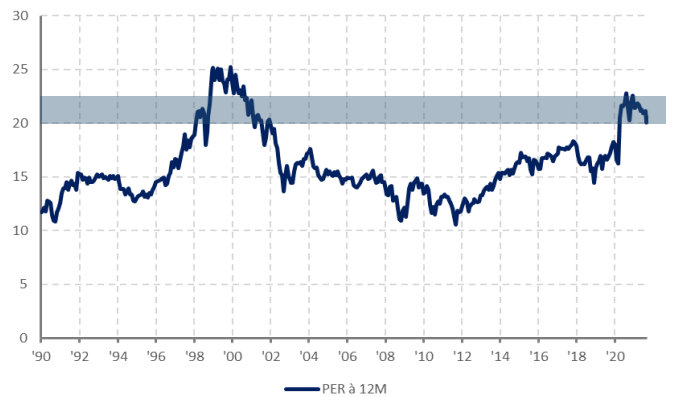
Si nous regardons la valorisation du marché américain au travers du multiple de bénéfices à 12 mois, les actions sont chères car elles se payent plus de 21 fois ces bénéfices, un niveau qui n'a été atteint historiquement qu'entre juin 98 et décembre 2000, une période qui est restée dans les mémoires comme celle du gonflement de la bulle technologique.

En Europe, les niveaux de valorisation sont inférieurs en raison d'une structure de marché beaucoup moins favorable au valeur de croissance. En revanche, historiquement, le constat est le même qu'au États-Unis : Les marchés actions se traitent ici aussi sur des niveaux extrêmes en termes de valorisation.

Maintenant, le phénomène n'est pas tout récent et on peut même observer que depuis le début de l'année, ces niveaux de valorisation ont eu tendance à se contracter légèrement. En effet, les résultats des entreprises publiés bien au delà des attentes trimestre après trimestre incitent les analystes à revoir en hausse leurs perspectives. Finalement les révisions de bénéfices vont plus vite que les indices eux-mêmes et entraînent donc un phénomène de « de-rating » plutôt sain pour les marchés.

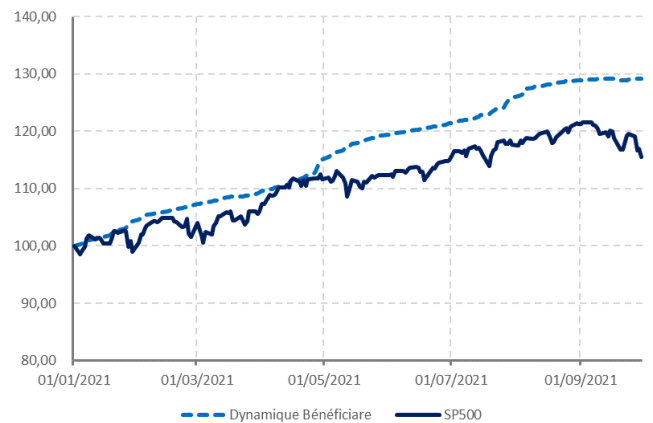
Difficile dans ce contexte de parler de surchauffe pour les marchés dans la mesure où la situation est d'une part moins tendue qu'en début d'année et d'autre part sur une dynamique qui ne fléchit pas.

Valorisation historique SP500



Source : Sanso IS, Bloomberg

SP500



Source : Sanso IS, Bloomberg

Evolution Historique 10 ans US



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le contexte inflationniste que nous connaissons actuellement pourrait néanmoins venir troubler le message.

En effet, il faut appréhender la valorisation des actions dans un contexte de taux d'intérêt. Lorsque les taux sont très faibles, les obligations sont chères et il est donc logique d'accepter une valorisation plus élevée pour une classe d'actifs a priori plus rémunératrice telle que les actions.

Entre les années 2000 et aujourd'hui, les taux longs sont passés d'environ 6.5% à 1.5% aux États-Unis, et il est probable qu'un retour même partiel des taux sur le chemin de la hausse rendrait les niveaux de valorisation actuels des actions beaucoup moins acceptables, notamment en comparaison avec les autres classes d'actifs. C'est notamment ce que pourrait entraîner de mauvaises nouvelles du côté inflation.

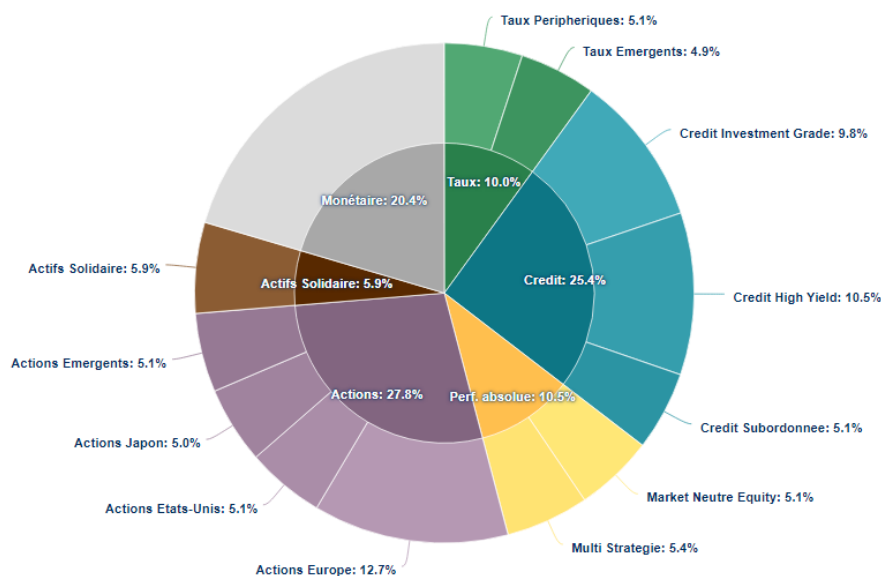
Et si le mouvement était brutal, alors des ajustements seraient inévitables.

FOCUS ALLOCATION : LE RETOUR DE LA VOLATILITÉ ?

Nous nous demandions le mois précédent si la fête était finie... Le mois de septembre a plutôt répondu par l'affirmative à cette question si nous analysons la performance des marchés risqués. Par exemple, les actions ont clôturé le mois de septembre dans le rouge avec des performances entre -2% et -5%. Du côté du crédit, nous avons également constaté des écartements de « spread », en particulier sur les obligations d'entreprises asiatiques. Toutefois, si les mouvements de septembre sont loin de se rapprocher d'un krach, ils symbolisent le retour à un niveau de volatilité plus élevé et donc une tendance à la hausse moins claire pour les actifs risqués. Cet environnement plus compliqué devrait persister dans les prochaines semaines car il s'explique par certains thèmes comme la politique monétaire américaine, le défaut d'Evergrande ou l'inflation qui resteront... **Dans ce contexte, notre allocation d'actifs stratégique reste aujourd'hui prudente. Nous gardons néanmoins à l'esprit que toute baisse excessive des marchés par rapport à l'environnement à moyen terme (croissance modérée, liquidité abondante, résultats micro...) offrira un point d'entrée.**

	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			→	
				Subordonnées		→	Cross over; faible sensi AT1
			Emergents			→	
Actions							
				Europe		→	Petites capitalisations
		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 : LE RÔLE DU TRAVAIL FORCÉ DANS LA CHAÎNE D'APPROVISIONNEMENT DU SECTEUR SOLAIRE

Depuis 2017, une partie de la population Ouïghours et d'autres minorités musulmanes turques ont disparu dans un vaste réseau de "camps de rééducation" dans la région du Xinjiang.

Selon les études sur ce sujet, dans ces camps les détenus sont soumis à un endoctrinement politique, contraints de renoncer à leur religion et à leur culture et, dans certains cas, auraient été soumis à la torture. Les personnes présentes dans ces camps sont en outre contraintes de travailler dans des usines chinoises.

Un rapport officiel du gouvernement de la République Populaire de Chine (RPC) publié en novembre 2020 fait état du "placement" de 2,6 millions de citoyens issus des minorités dans des emplois dans des fermes et des usines de la région du Xinjiang et dans tout le pays, dans le cadre d'initiatives de "main-d'œuvre excédentaire" parrainées par l'État.

Selon les propres calculs de la RPC, cela représente une augmentation de 46,1 % par rapport à l'année précédente du nombre de citoyens de la région du Xinjiang "transférés" pour travailler. Un cinquième de la population ouïghoure et kazakhe de la région Xinjiang serait donc concerné par ces transferts.

L'Australian Strategic Policy Institute a identifié 27 usines dans neuf provinces chinoises qui ont recours à cette main-d'œuvre transférée du Xinjiang depuis 2017. Selon l'étude ces usines font partie de la chaîne d'approvisionnement de 82 marques mondiales bien connues. De nombreuses industries sont donc concernées par le travail forcé.

C'est le cas de l'industrie solaire qui est particulièrement exposée au travail forcé dans la région ouïghoure. En effet, après seulement quinze ans d'existence, la RPC domine la chaîne d'approvisionnement mondiale en énergie solaire.

95 % des modules solaires sont fabriqués à partir d'un matériau primaire, le polysilicium et les quatre plus grands producteurs du Xinjiang représentent à eux seuls environ 45 % de l'offre mondiale de ce matériau en 2020.

En outre 30% supplémentaires de la production de polysilicium mondiale provient d'autres régions chinoises et une proportion importante de cette production pourrait également être affectée par le travail forcé.

L'industrie chinoise du polysilicium a en effet considérablement augmenté ses capacités de production après 2013, lorsque le gouvernement de la RPC a imposé des droits de douane sur les produits américains, la production ayant connu une accélération supplémentaire au cours des cinq dernières années.

Par ailleurs, les études rapportent que le gouvernement chinois octroie des exonérations d'impôts et de taxes aux entreprises qui se situent au Xinjiang. Ces incitations gouvernementales ont encouragé de nombreuses entreprises à construire des usines ou à ouvrir des filiales dans la région ouïghoure.

L'industrie solaire a semblé prendre conscience pour la première fois des implications potentielles de cette situation de travail forcé au Xinjiang en 2020. Les entreprises tentent depuis de déterminer dans quelle mesure elles sont exposées à cette problématique

L'Association des industries de l'énergie solaire (SEIA) a publié un appel à l'action à l'intention des fabricants, par lequel 245 entreprises se sont engagées à "contribuer à garantir que la chaîne d'approvisionnement solaire soit exempte de travail forcé".

La SEIA encourage les signataires de cet appel à se désengager du Xinjiang d'ici juin 2021 et s'est également prononcée en faveur d'un "protocole de traçabilité de la chaîne d'approvisionnement solaire mené par l'industrie en tant qu'outil permettant d'identifier la source des matières premières et des intrants primaires et de suivre leur incorporation dans les produits finis, y compris les modules solaires".

Néanmoins, l'étude précise qu'il "sera difficile" pour les fabricants de panneaux qui s'approvisionnent en polysilicium auprès de la RPC de "vraiment comprendre où se situe leur exposition".

En tant qu'investisseur Sanso IS réfléchit actuellement à la meilleure façon de dialoguer avec les entreprises sur ce sujet que ce soit directement ou au travers du réseau Shareholders for change dont Sanso IS fait partie et qui est très attaché au respect des Droits de l'Homme et du travail.

Lettre rédigée le 18 octobre 2021

Source : Uyghurs for sale, Vicky Xiuzhong Xu, Australian Strategic Policy Institute, International Cyber Policy Centre - In Broad Daylight, Laura T. Murphy & Nyrola Elimä, Helena Kennedy Center for International Justice, Sheffield Hallam University

SANSO
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 le 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.