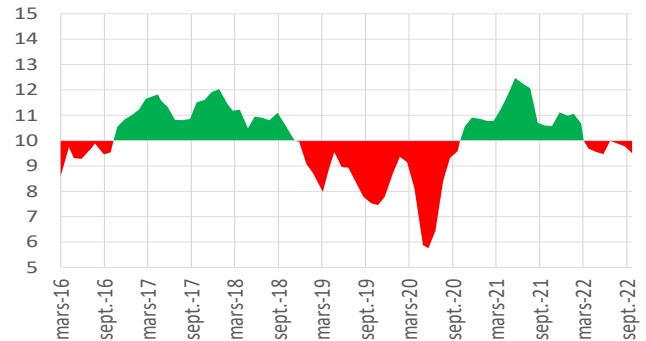


FOCUS MACRO : EUROPE ET CHINE, LES MAILLONS FAIBLES DE L'ÉCONOMIE

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse de 9,8 à 9,5. Ce niveau est proche de celui du mois de juin, avant un rebond durant l'été grâce à la Chine. La baisse s'explique principalement par les facteurs échanges et dans une moindre mesure, activités et consommation. L'économie réelle commence ainsi à refléter le ralentissement que les indicateurs avancés indiquent depuis quelques mois. Toutefois, à l'heure actuelle, il n'y a pas encore de matérialisation dans les données d'une économie en récession. Le PMI global composite progresse même sur le mois en passant de 49,3 à 49,7. Il reste néanmoins inférieur à 50 indiquant donc toujours une contraction de l'activité.

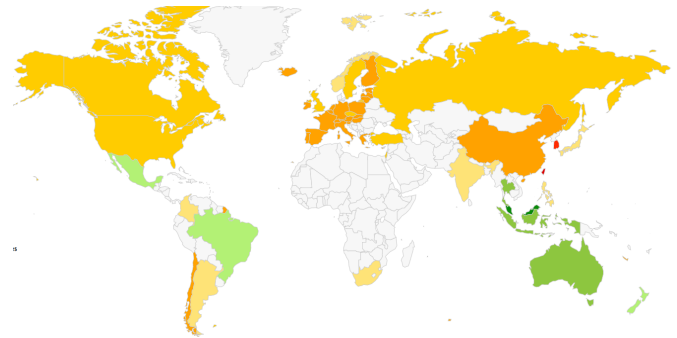
Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Au niveau géographique, une dynamique différente semble se dessiner entre les principales économies du monde. En zone euro, le ralentissement continue de se poursuivre avec une note qui corrige de 9,0 à 8,5. Au vu du prix de l'énergie et des hausses de taux à venir de la part de la BCE, il semble probable que la zone euro rentre en récession dans les prochains mois. En Chine, la note baisse également (9,7 à 8,5) à cause de facteurs spécifiques comme la politique sanitaire et le dégonflement de la bulle immobilière. À l'inverse, les États-Unis continuent d'envoyer des signaux moroses avec une note relativement stable (9,4) sur le mois. Enfin, l'économie japonaise est rassurante avec une note de 10,7 qui parvient même à progresser sur la période.

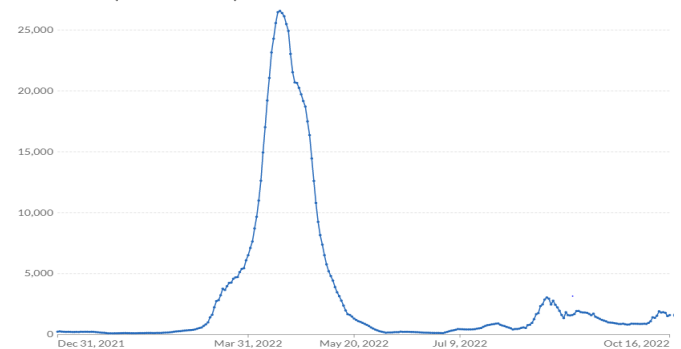
Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Concernant la Covid-19, comme depuis plusieurs mois, la Chine reste une exception dans le monde. En effet, alors que la quasi-totalité des autres pays suit un modèle économique proche de celui en place avant l'apparition de la pandémie, la Chine a choisi une direction différente avec sa politique zéro covid. Le coût économique de cette décision étant très élevé, il ne semble pas tenable à moyen terme. La réélection du président Xi en octobre pourrait acter une évolution de cette politique (utilisation d'un vaccin étranger, acceptation d'un nombre de cas plus élevé...) afin de permettre à l'économie chinoise de revenir sur un rythme de croissance durablement plus important.

Nombre quotidien de personnes contaminées en Chine du Covid-19



Source : Ourworldindata

Comme le mois dernier, la probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) augmente de nouveau. Elle passe de 60% à 70%. Cette hausse s'explique par des données d'inflation (États-Unis ou zone euro) ne semblant pas se retourner de manière significative alors même que l'activité décélère. Le scénario de croissance modérée baisse de 40% à 30%. Les hausses de taux en cours risquent de pousser l'économie en récession. Le scénario de forte accélération de l'économie garde 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.

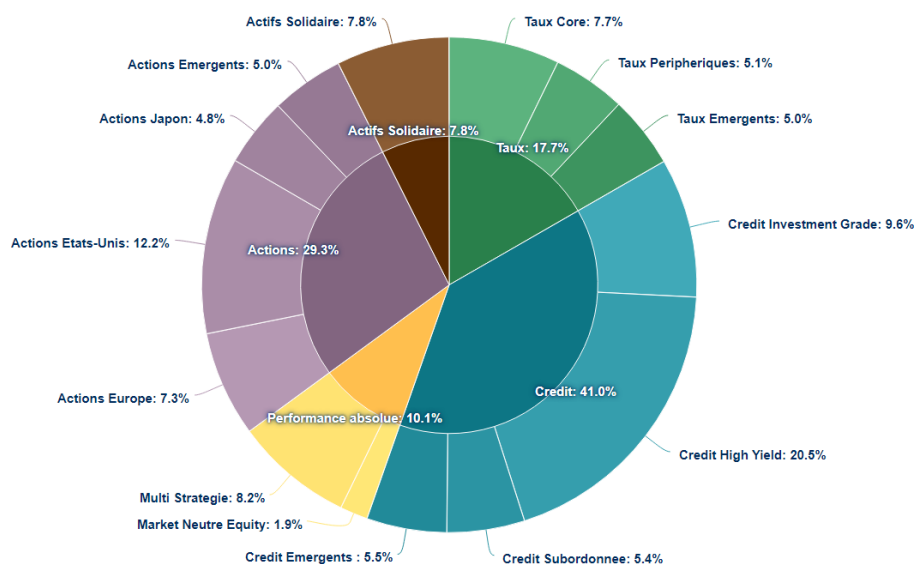
FOCUS ALLOCATION : LA GRANDE-BRETAGNE, UN INDICATEUR AVANCÉ ?

par Cyriaque DAILLAND

Après une période estivale plus calme, septembre aura été marqué par le retour de la double tendance : hausse des taux et baisse des actions. Au-delà de ce contexte compliqué, la Grande-Bretagne a offert aux investisseurs un nouveau sujet de préoccupation. En effet, après quelques semaines sans gouvernement, les électeurs du parti conservateur ont désigné Liz Truss comme Première ministre. Celle-ci a annoncé dans la foulée un plan de relance gigantesque (10% du PIB) sans véritablement préciser son financement. Ces annonces ont entraîné une explosion à la hausse des taux britanniques obligeant la Banque centrale à intervenir temporairement afin de stabiliser le marché, la démission du ministre de l'économie et finalement une réduction significative du plan de relance. **Le cas britannique montre que les investisseurs n'acceptent plus d'acheter de la dette des pays développés à n'importe quel prix et que les Banques centrales ne sont plus des acheteurs en dernier ressort du fait de l'inflation.** Dans ce contexte, nous privilégions toujours le crédit « high beta » qui affiche un rendement de quasiment 10%. Nous restons neutres sur les actions où la visibilité est toujours limitée... mais les valorisations relativement faibles.

Positions au	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-	=	+	++		
CLASSES D'ACTIFS							
		Obligations	Monétaire		Crédit	↔	
			Actions			↔	
OBLIGATIONS							
		Core				↔	Etats-Unis (10 ans)
		Périphériques				↔	Grèce (5 ans)
			Emg Local			↔	
			Emg Hard			↔	
CREDIT							
		Invest. Grade			High Yield	↔	Cross Over, Faible Sensi.
					Subordonnées	↔	AT1
					Emergents	↔	
ACTIONS							
		Europe			Etats-Unis	↔	
			Japon			↔	
			Emergents			↔	Chine
DEVICES vs EUR							
			USD			↔	
			JPY			↔	
			G10			↔	
			Emergents			↔	

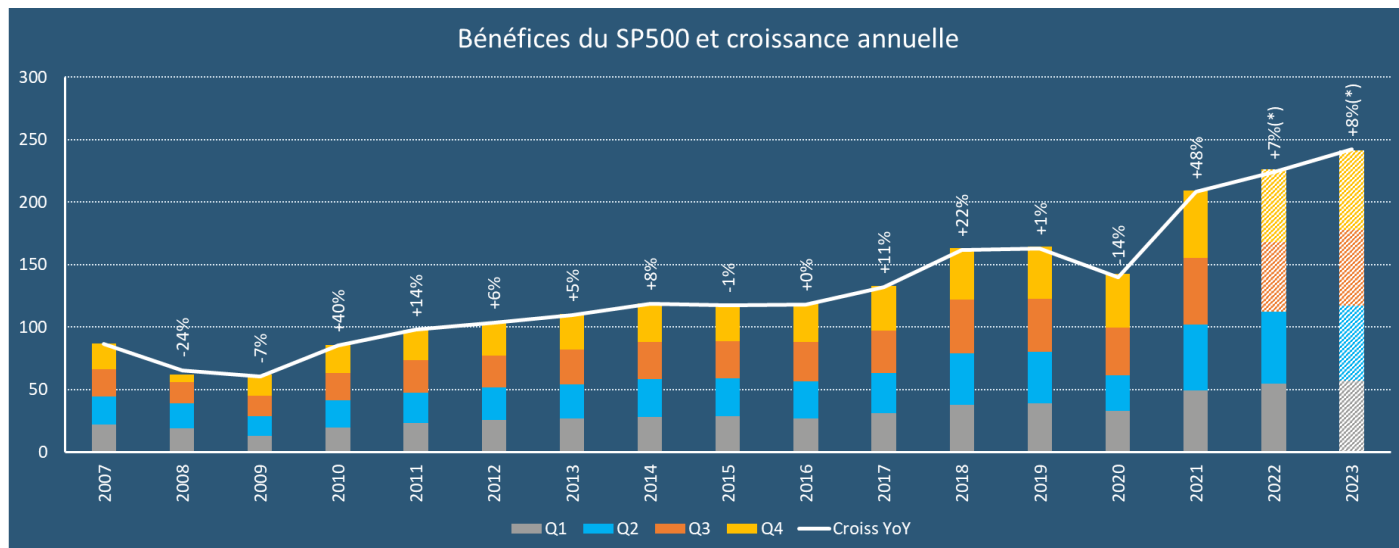
Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions ESG**. Le portefeuille est ainsi construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée avec une prise en compte systématique, dans son processus d'investissement, de critères extra financiers.**



FOCUS MARCHÉ : À L'AUBE DES RÉSULTATS DU Q3 AUX US

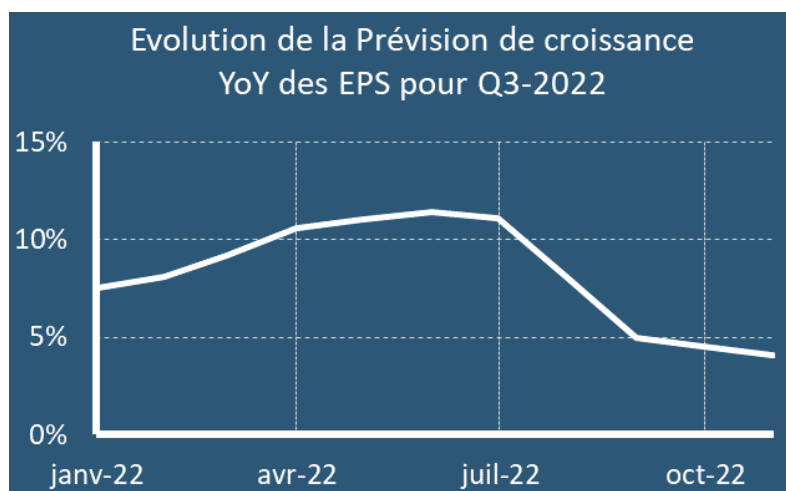
par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

A l'aube de la saison de publication des résultats du 3^{ème} trimestre 2022, nous avons souhaité revenir sur cette formidable dynamique qui depuis plus de 15 ans aura constitué un moteur très puissant pour le marché des actions américaines. Trimestre après trimestre, les chiffres sont d'abord attendus, puis révisés et enfin publiés au-dessus ou en-dessous des dernières attentes dans un cycle implacable.



Mais il faut reconnaître qu'aujourd'hui, c'est avec une certaine appréhension que l'on aborde cette période. En effet, si l'on voit bien que l'environnement s'est fortement dégradé depuis quelques mois avec une inflation galopante, une Réserve Fédérale qui resserre coûte que coûte sa politique monétaire et des taux d'intérêts qui reviennent sur des niveaux plus atteints depuis le milieu des années 2000, le moins que l'on puisse dire c'est que les analystes ne semblent pas anticiper une dégradation majeure dans la dynamique bénéficiaire. Sur l'indice américain, 2022 est encore attendue en croissance de plus de 7% par rapport à 2021.

Pour le 3^{ème} trimestre 2022, les analystes prévoient encore une progression de plus de 4% par rapport au même trimestre de l'année dernière. A première vue, donc, les entreprises continuent en moyenne à délivrer une rentabilité satisfaisante. Toutefois, il faut nuancer ce chiffre d'abord en constatant que cette progression a été largement révisée à la baisse depuis quelques mois ce qui est un phénomène nouveau comparé aux dernières saisons durant lesquelles les analystes avaient tendance à revoir leurs prévisions à la hausse jusqu'à la publication. Ensuite parce que ce chiffre marque la confirmation d'un fort ralentissement de la dynamique de publications puisqu'au Q1 les sociétés américaines ont affiché des résultats en croissance de 11.4% et déjà plus que 8.4% pour le Q2. Au-delà de cette dynamique, il ne faut pas oublier non plus que cette croissance de 4.1% masque une réalité moins favorable puisque sans l'effet de base sur le secteur de l'énergie lié à la forte progression des prix du pétrole, cette croissance serait d'ores et déjà en territoire négatif avec un repli des bénéfices de l'ordre de 2% comparé à l'an passé.



Contrairement aux apparences donc, les analystes sont entrés depuis quelques mois dans un processus de révisions en baisse des attentes de bénéfices. Des révisions qui anticipent aujourd'hui un repli des résultats comparé à l'année dernière dans plus de la moitié des secteurs. Mais, le marché ne réagira qu'en fonction des surprises vis-à-vis de ces estimations. Et s'il est bien sur encore trop tôt pour en tirer une conclusion, les quelques vingt sociétés ayant déjà publié leur résultats n'ont pas surpris négativement outre mesure. Certes, Fedex, Nike et Oracle ont déçu mais la majorité des autres publications ont été au delà des attentes et laissent entrevoir un chiffre de croissance final pour le Q3 2022 qui également serait au-dessus des attentes comme ce fut le cas ces derniers trimestres.

Il nous semble qu'avec un multiple de valorisation tout juste supérieur à 15x les bénéfices prévus à 12 mois, le marché des actions américaines est armé pour digérer des publications de moins bonne facture. N'oublions pas qu'en début d'année, ce même multiple dépassait les 22x et qu'entre-temps l'indice phare a reculé de près de 25%.

FOCUS ISR : L'IMPACT DE LA TRANSITION CLIMATIQUE POUR LES BANQUES

Par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Dans sa dernière étude, Finance Watch estime que les 60 plus grandes banques mondiales ont environ 1,35 trillion de dollars d'exposition aux actifs liés aux combustibles fossiles via des crédits accordés aux entreprises de ce secteur. Pourtant, les risques climatiques associés à ces actifs ne sont pas pris en compte dans les règles prudentielles relatives aux fonds propres des banques afin de s'assurer qu'elles peuvent couvrir les pertes futures.

Cette pratique qui consiste à ne pas considérer les expositions des banques aux combustibles fossiles comme des actifs à plus haut risque conduit les banques à sous-estimer leurs risques. De plus, Finance Watch estime que cela constitue une forme de subvention des banques à l'industrie des combustibles fossiles de l'ordre de 18 milliards de dollars par an.

Le rapport présente une estimation des capitaux supplémentaires dont auraient besoin les 60 banques étudiées si les régulateurs devaient classer les expositions des banques aux actifs existants liés aux combustibles fossiles comme étant à "risque plus élevé" du point de vue du risque de crédit.

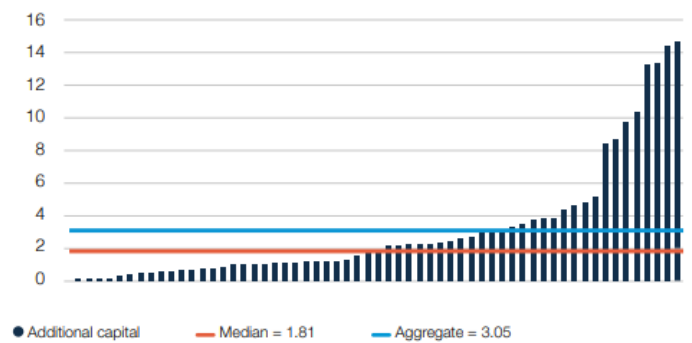
L'étude évalue ainsi l'impact de la proposition de Finance Watch d'appliquer une pondération de risque de 150% aux expositions de crédit des banques aux activités existantes liées aux combustibles fossiles.

Comme les résultats dépendent de la qualité de crédit des actifs, Finance Watch a estimé des scénarios de qualité de crédit faible et élevé. Dans le scénario bas, le portefeuille a une cote de crédit moyenne de BBB et dans le scénario élevé, le portefeuille a une cote de crédit moyenne de AA.

Pour son échantillon de 60 banques, Finance Watch estime que l'application d'une pondération des risques de 150% aux actifs existants liés aux combustibles fossiles nécessiterait un total de 157 milliards de dollars de fonds propres supplémentaires dans le scénario bas, de 210,2 milliards de dollars dans le scénario haut, ou d'environ 184 milliards de dollars en prenant la moyenne des deux scénarios.

L'étude évalue que le capital supplémentaire moyen par banque serait de 3,05 milliards de dollars, tandis que la moitié des banques aurait besoin d'augmenter leurs capitaux propres de moins de 1,8 milliard de dollars.

Chart 1: Additional capital by bank (USD bn)



En prenant la moyenne des scénarios haut et bas, le capital supplémentaire moyen représente 2,85% des capitaux propres des banques.

Si les banques choisissent de financer les fonds propres supplémentaires à partir de leurs bénéfices, pour la moitié de l'échantillon des banques, l'augmentation de capital pourrait être couverte par l'équivalent de 2,7 mois de revenu net en moyenne.

L'étude précise que dans la pratique, les banques auraient davantage de temps pour réagir, car ces mesures de fonds propres sont normalement introduites progressivement sur des périodes plus longues.

Au niveau régional les besoins de capitaux supplémentaires seraient plus importants en Europe qu'en Amérique du Nord puisqu'ils atteindraient 50 Mds de dollars sur le vieux continent dont 20 Mds rien qu'en France contre 28 Mds outre Atlantique.

Toutefois au global Finance Watch estime que le capital nécessaire pour commencer à faire face aux risques liés aux financements des combustibles fossiles est relativement faible.

L'ONG conclut que les autorités de surveillance doivent travailler avec les banques dans le but que la mise en place de fonds propre minimaux se fasse dans un délai raisonnable et qu'elle ne nuise pas à la capacité des banques à prêter.

Source : Finance Watch, A safer transition for fossil banking

Lettre rédigée le 17 octobre 2022