

FOCUS MACRO : RÉCESSION EN APPROCHE ?

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse de 9,9 à 9,8. Ce mouvement s'explique par les facteurs immobilier, échanges et monétaire. L'environnement économique est clairement morose mais la note n'indique pas pour l'instant un scénario noir du type récession mondiale. Cela pourrait néanmoins évoluer prochainement au vu des indicateurs avancés les plus récents. Ainsi, le PMI global composite baisse sur le mois en passant de 50,8 à 49,3. Une note inférieure à 50 indiquant une contraction de l'activité, un ralentissement plus marqué de la croissance devrait apparaître dans les prochains mois. La question est aujourd'hui de savoir si cette contraction entrainera une récession... ou pas !

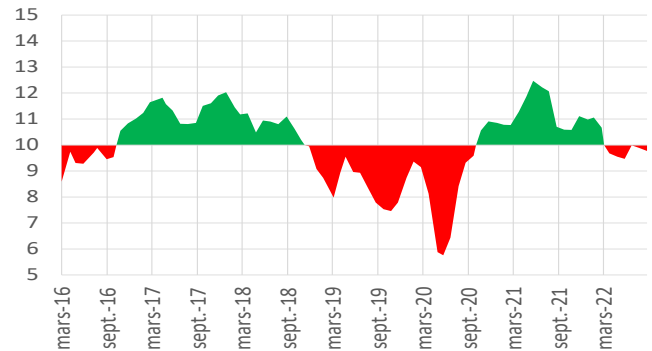
Les Etats-Unis, la Zone euro, la Chine et le Japon ont tous des notes évoluant entre 9 et 10. Il existe ainsi une forte homogénéité au niveau des dynamiques économiques parmi la plupart des pays. L'Asie du Sud Est et l'Océanie se distinguent toutefois avec des notes supérieures à 10 grâce à des facteurs consommation et échanges toujours bien orientés. La principale déception économique de l'été concerne la Chine qui après avoir connu un fort rebond post confinement semble déjà s'essouffler du fait de sa politique stricte « zero covid ». Ce pays qui aurait dû être un moteur de croissance devrait être pour le 2ème semestre, au mieux, dans la moyenne .

Concernant la Covid-19, la Chine reste le seul pays où le sujet est encore central. D'un côté, le gouvernement n'arrive pas à produire un vaccin en interne qui soit efficace et refuse d'utiliser des vaccins ARN messagers. De l'autre, la politique zero covid oblige à la mise en place fréquente de zones de confinement qui génèrent des impacts économiques importants. Depuis plusieurs semaines, le nombre quotidien de contaminations se situe entre 1000 et 5000. Dans ce contexte, les autorités chinoises continuent donc de brider la croissance économique afin de stabiliser la situation sanitaire. La situation pourrait changer après la réélection du président Xi au cours du 4ème trimestre 2022.

Par rapport à la dernière lettre, la probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué) augmente de nouveau. Elle passe de 55% à 60%. Cette modification s'explique principalement par le dernier chiffre d'inflation aux Etats-Unis et le passage du PMI global à un niveau inférieur à 50. Le scénario de croissance modérée baisse de 45% à 40%. L'inflation persistant, les banques centrales risquent de devoir s'engager dans des hausses de taux brisant durablement l'activité. Le scénario de forte accélération de l'économie a une probabilité nulle.

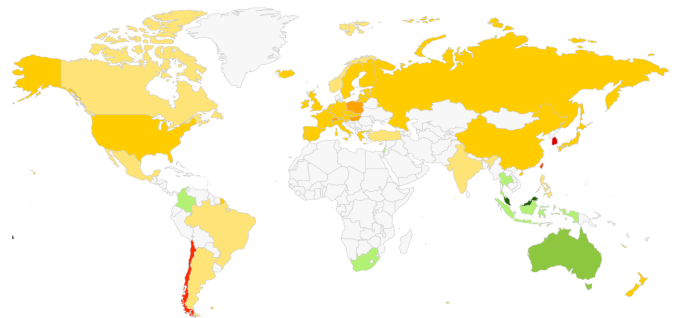
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Nombre quotidien de personnes contaminées en Chine du Covid-19



Source : Ourworldindata

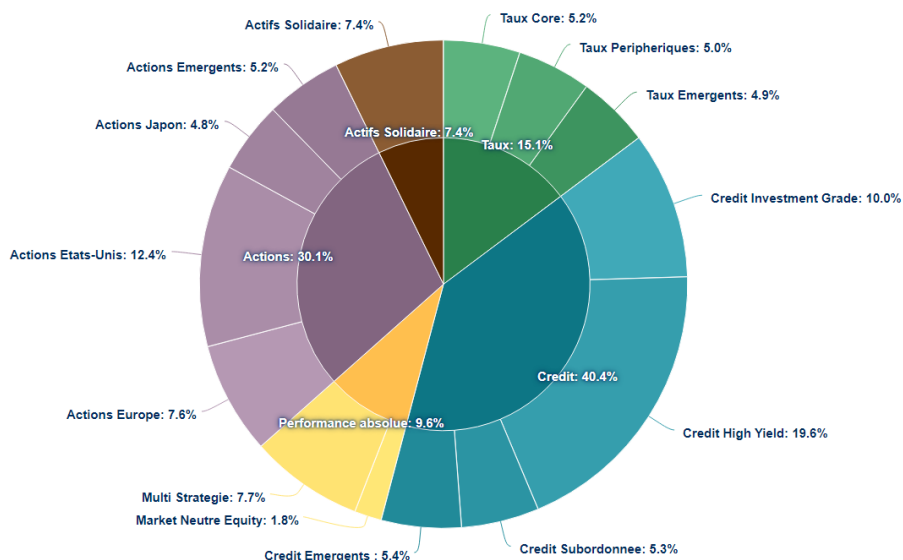
FOCUS ALLOCATION : LE PMI, UN CANARI POUR DÉTECTER LES CRISES ?

par Cyriaque DAILLAND

Reprenant l'image du canari utilisé dans les mines de charbon pour détecter les gaz toxiques, le PMI est considéré comme le meilleur indicateur économique pour détecter l'apparition d'une crise. **Aujourd'hui, la probabilité d'une récession mondiale est importante au vu du PMI global composite publié au mois d'août. En effet, en affichant un niveau de 49,3 ; celui-ci confirme que l'économie mondiale ralentit.** Pour rappel, le seuil des 50 permet de différencier un environnement en croissance ou en ralentissement. Il est peu fréquent que le PMI global composite passe sous le seuil des 50 ce qui donne à ce signal une forte importance. D'un point de vue marché, lorsque le PMI est inférieur à 50 et qu'il baisse (configuration actuelle), la probabilité d'une correction des marchés actions est significative. La FED semble aujourd'hui déterminée à lutter contre l'inflation au dépend de la croissance... La question est de savoir si cette volonté sera tenable lorsque les premiers signes de récession apparaîtront réellement. Dans ce contexte, nous privilégions toujours le crédit « high beta » qui anticipe un scénario de récession profonde qui nous apparaît exagéré. A l'inverse, nous restons neutres sur les actions où la visibilité est toujours imitée.

Positions au	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-	=	+	++		
CLASSES D'ACTIFS							
			Monétaire			↔	
		Obligations			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
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.**



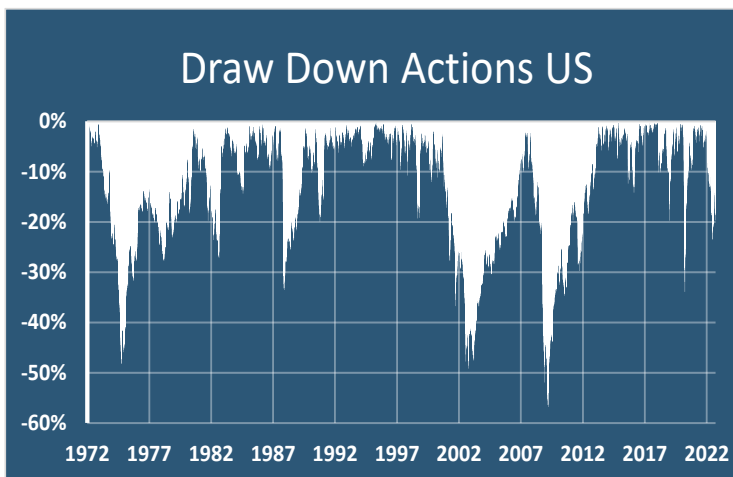
FOCUS MARCHÉ : 2022 – CHOC DE CORRÉLATION

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

La particularité de la correction que nous subissons sur les marchés financiers cette année ne réside pas dans son amplitude. En effet, même si le premier semestre 2022 détient le triste record du plus mauvais démarrage d'année depuis plus de 50 ans et aussi du plus mauvais semestre depuis la sombre année 2008, le repli actuel reste, dans son ampleur, bien en deçà que ceux observés sur les 50 dernières années. Du choc pétrolier en 1974 au Covid de 2020 en passant par les Krach de 1987, 2000 et 2008, à chaque fois les draw-down subis sur les marchés actions auront été supérieurs à ce qu'on voit cette année sur l'indice américain S&P500.

Ce qui caractérise 2022, c'est la coordination du mouvement de baisse entre les différentes classes d'actifs.

À mi-septembre, si l'on exclut le pétrole et quelques autres matières premières, une large majorité des classes d'actifs s'inscrit en retrait depuis le début de l'année. Les investisseurs n'ont pas « d'endroit où se cacher ». Il s'agit d'un phénomène tout à fait exceptionnel en comparaison des années passées qui, comme l'indique le tableau ci-contre, faisaient état soit de



de davantage de diversité dans le sens des performances, soit d'un comportement totalement opposé comme en 2019 où tout montait.

Nous assistons cette année à ce qu'on peut qualifier de « Choc de corrélation ». En quelques mois, les actions et les obligations américaines se sont recorrélées de façon très brutale après être restées plus de 20 ans décorrélées voire anti-corrélées, laissant ainsi les investisseurs profiter du bénéfice de la diversification.

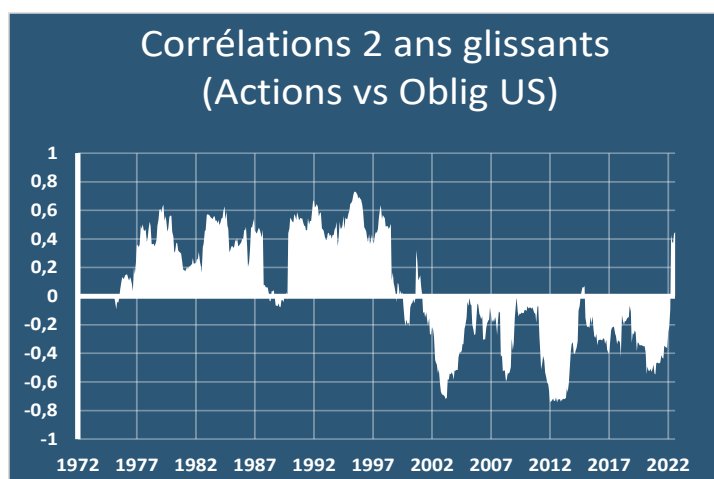
Les chocs d'inflation ont tendance à être LE principal facteur à l'origine des grands mouvements de re-corrélation. En effet, l'inflation pousse les rendements nominaux à la hausse, ce qui entraîne des pertes sur le marché obligataire et déclenche la correction des actions.

La durée des chocs de corrélation dépend de la capacité qu'ont les Banques centrales à juguler l'inflation. En resserrant sa politique monétaire, la Banque centrale peut plonger l'économie en récession, l'obligeant ainsi à assouplir rapidement sa politique. Les actions restent alors sous pression alors que les obligations recommencent à jouer leur rôle de couverture. A

Perf > 0	Performances Annuelles (USD)			
Perf < 0	2019	2020	2021	2022
Max	41,2%	102,9%	62,8%	38,2%
1	Gold Mines	FANGs	Oil	Oil
2	FANGs	Nasdaq	Reits	Commodities
3	Nasdaq	US Eqty Gth	Commodities	Gold
4	US Eqty Gth	Emg Eqty Gth	US Eqty	Emg Bd Govt
5	Oil	Gold Mines	Nasdaq	US Bd Govt
6	US Eqty	Gold	US Eqty Gth	US Bd Hg Yld
7	Euro Eqty Gth	US Eqty Scaps	US Eqty Val	US Eqty Val
8	US Eqty Scaps	US Eqty	US Eqty Scaps	US Bd IG
9	Reits	Emg Eqty	FANGs	Emg Bd H Yld
10	Euro Eqty Scaps	Euro Eqty Gth	Euro Eqty Gth	Hedge Funds
11	Emg Eqty Gth	Euro Bd Govt	UK Eqty	UK Eqty
12	US Eqty Val	Euro Eqty Scaps	Euro Eqty Scaps	US Eqty Scaps
13	Euro Eqty	Hedge Funds	Euro Eqty	Emg Bd IG
14	UK Eqty	Euro Bd IG	Euro Eqty Val	US Eqty
15	Japan Eqty	Euro Bd H Yld	US Bd Hg Yld	Emg Eqty Val
16	Gold	Japan Eqty	Emg Eqty Val	Japan Eqty
17	Emg Eqty	US Bd IG	Emg Bd IG	Reits
18	US Bd IG	US Bd Govt	Japan Eqty	Emg Eqty
19	US Bd Hg Yld	Emg Bd IG	US Bd IG	Euro Bd H Yld
20	Emg Bd IG	Euro Eqty	Emg Bd Govt	Euro Bd IG
21	Euro Eqty Val	US Bd Hg Yld	US Bd Govt	Emg Eqty Gth
22	Emg Bd H Yld	Emg Bd Govt	Euro Bd H Yld	Euro Bd Govt
23	Euro Bd H Yld	Emg Bd H Yld	Emg Bd H Yld	Euro Eqty Val
24	Emg Bd Govt	Emg Eqty Val	Gold	US Eqty Gth
25	Emg Eqty Val	US Eqty Val	Emg Eqty	Nasdaq
26	US Bd Govt	Euro Eqty Val	Hedge Funds	Euro Eqty
27	Commodities	Commodities	Euro Bd IG	Euro Eqty Scaps
28	Euro Bd Govt	Reits	Emg Eqty Gth	Gold Mines
29	Euro Bd IG	UK Eqty	Euro Bd Govt	FANGs
30	Hedge Funds	Oil	Gold Mines	Euro Eqty Gth
Min	1,6%	-40,5%	-12,7%	-32,3%

l'inverse, l'inflation atteint un pic ou se normalise avant de voir la croissance fléchir, alors les actions se redressent sans que les obligations ne puissent bénéficier de la baisse des taux.

Les récentes publications ne donnent pas d'indication très claire pour le moment et les mois d'août et septembre continuent d'illustrer ce phénomène de recorrélation. Difficile de s'en prémunir dans les portefeuilles diversifiés, il nous semble encore prématuré de prendre des positions directionnelles.



FOCUS ISR : COMMENT LA FINANCE PEUT-ELLE CONTRIBUER À CE QUE LE MONDE ATTEIGNE SON OBJECTIF DE RÉDUCTION NETTE DES ÉMISSIONS DE GAZ À EFFET DE SERRE ?

Par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

La dernière étude de Finance Watch fait le constat que le concept de « zéro émission nette » est actuellement déformé par les sociétés financières et non financières, ce qui le rend incompatible avec l'objectif de limiter l'augmentation de la température à 1,5°C. De ce fait, sans le soutien de la réglementation, le secteur financier ne sera pas en mesure de pousser le secteur non financier vers la neutralité carbone.

Selon le rapport, pour atténuer le réchauffement climatique, les entreprises non financières devraient à minima atteindre la neutralité carbone en matière de GES. Quatre conditions sont identifiées pour que la neutralité carbone des ces sociétés soit possible.

Elles doivent réfléchir en émissions absolues et non en intensité. En effet, le réchauffement climatique est directement lié aux tonnes de GES émises par les activités humaines, et non à l'efficacité énergétique des activités. Elles doivent également prendre en compte le scope 3. Bien que difficile à calculer, il représente une portion importante, voire majeure pour certaines industries, des émissions totales.

Les entreprises peuvent contribuer à l'élimination et à la séquestration du CO2 en combinant les solutions naturelles (reboisement, gestion des terres etc.) et les solutions de technologies de captage et stockage du carbone.

En revanche, les entreprises ne doivent pas tenir compte des compensations de carbone achetées dans leurs évaluations de la neutralité carbone. L'étude insiste sur le fait que la compensation carbone ne doit pas devenir un « permis d'émettre » mais rester une mesure de dernier recours.

De même, les émissions évitées ne doivent pas être comptabilisées comme faisant partie de l'effort net zéro d'une entreprise.

D'un point de vue réglementaire, le rapport affirme que la directive sur le devoir de diligence des entreprises en matière de développement durable (CSDDD) devrait être basée sur la taxonomie de l'UE et donc modifiée afin de garantir que les entreprises incluent dans leurs plans de transition une date cible et des dates intermédiaires auxquelles les entreprises s'engageraient à avoir atteint le seuil de "contribution substantielle".

En outre le régulateur devrait rendre obligatoire la mise en œuvre des plans de transition, et pas seulement leur adoption et donner un mandat aux superviseurs pour faire respecter l'adoption et la mise en œuvre des plans de transition.

Du côté du secteur financier, une palette d'alliances net-zéro a été créée : NZAOA, NZAMI, NZBA, NZIA, NZICI, NZFSPA, PAII ainsi que GFANZ, principale initiative en termes d'actifs à ce jour.

Une des priorités de ces alliances a été de décarboner les portefeuilles financiers, c'est-à-dire priver les gros émetteurs de GES d'un accès facile aux capitaux dont ils ont besoin pour augmenter leur coût du capital et ainsi créer une dynamique qui forcera la transition vers une économie décarbonée.

L'étude affirme qu'il y a une limite à ce que le secteur financier peut réaliser en utilisant la décarbonation. En effet, cet outil soulève deux questions liées au risque financier : cela génère une tracking error élevée et cela gonfle artificiellement le prix des actifs à faible intensité carbone, ce qu'on appelle la "bulle verte".

Selon l'étude, la constitution de grands portefeuilles neutres en carbone est techniquement impossible car dans une économie à forte intensité de carbone, les grands portefeuilles d'investissement constitués d'actifs à faible émission de carbone verront leurs performances s'écarter des indices de référence traditionnels, qui eux sont par nature intensifs en carbone puisqu'ils imitent l'économie générale.

Cependant, les financiers ont un autre outil à leur disposition : l'engagement actionnarial. Il peut se faire de manière individuelle ou au travers de coalitions d'investisseurs telles que Climate Action 100+, Say on Climate, As You Sow et le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR).

Ces dernières ont permis de pousser 69% des plus grands émetteurs mondiaux de gaz à effet de serre à prendre des engagements nets de zéro. Mais seuls 17 % de ces émetteurs ont présenté une stratégie de décarbonation crédible.

Pour que l'engagement en faveur du climat devienne plus strict et soit associé à une obligation de résultats, l'étude recommande notamment que les autorités de surveillance obtiennent un mandat pour contrôler l'engagement en faveur du climat.

Le concept de « zéro émission nette » fait donc l'objet de critiques. Les régulateurs et les décideurs internationaux, ainsi que les alliances d'entreprises du secteur financier telles que GFANZ, doivent s'accorder sur une définition commune qui permettra à ce concept de contribuer à décarboniser l'économie réelle.

Lettre rédigée le 19 septembre 2022