

FOCUS MACRO : REBOND DE L'ÉCONOMIE MONDIALE ?

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse de 8,8 à 9,3. Ce mouvement s'explique par une amélioration de la composante tendance de la note. Au niveau des facteurs, la partie « indicateurs avancés » progressent significativement sur le mois. Elle passe ainsi de 6,8 à 8,7. Le PMI global composite confirme cette amélioration puisqu'il passe de 48,2 à 49,8 sur la période. Les autres facteurs sont relativement stables. Ainsi, l'économie mondiale connaît un rebond depuis quelques semaines. Cette tendance demande toutefois à être confirmée mais l'environnement économique semble de toute évidence être dans une bien meilleure situation qu'à la fin de l'année 2022.

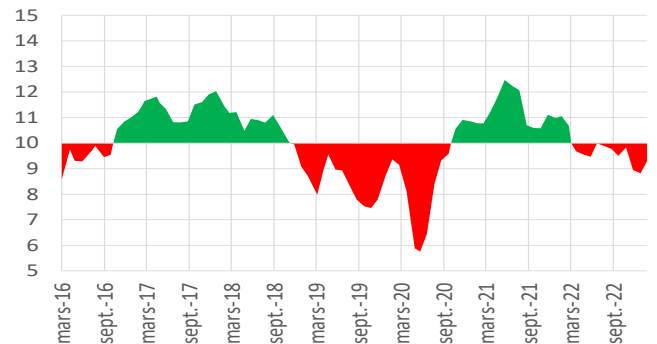
D'un point de vue géographique, la Chine connaît un très fort rebond de sa note. Celle-ci progresse ainsi sur un mois de 7,0 à 9,5. Le facteur « indicateurs avancés » explique en grande partie l'amélioration de la note globale. Les facteurs « échanges » et « immobilier » connaissent également une amélioration sur la période. La Chine est clairement engagée vers une réouverture de son économie et contrairement aux dernières années, celle-ci devrait être durable. La croissance anticipée pour 2023 en Chine se situe à 5,2%, soit un niveau bien supérieur à celui de 2022 (3%). Concernant les États-Unis, la situation apparaît comme plus incertaine du fait de données économiques contradictoires publiées récemment.

L'inflation reste un sujet central pour les investisseurs, en particulier aux États-Unis. L'inflation de janvier se situe à 6,4%, un niveau encore très éloigné de l'objectif de la Banque Centrale américaine (FED) qui est de 2%. Il y a néanmoins depuis quelques mois une normalisation puisque l'inflation se situait en juin 2022 à 9,1%. **La question est aujourd'hui de savoir si le rythme de normalisation de l'inflation, du point de vue de la FED, nécessitera encore des hausses importantes des taux directeurs ?** Selon les investisseurs, la réponse est non. Toutefois, les récents chiffres d'inflation montrent que ce consensus peut rapidement évoluer.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) baisse de nouveau de 5%. Elle se situe aujourd'hui à 60%. La réouverture de l'économie chinoise ainsi que la baisse du prix du gaz en Europe expliquent ce mouvement. Le scénario de croissance modérée progresse de 30% à 35%. Le PMI composite global se rapprochant du niveau d'expansion (50), une approche plus constructive pour 2023 paraît cohérente. Le scénario plus positif (rebond important) garde une probabilité faible (5%).

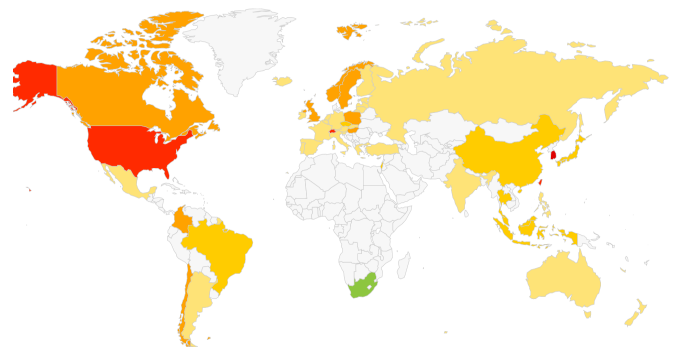
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



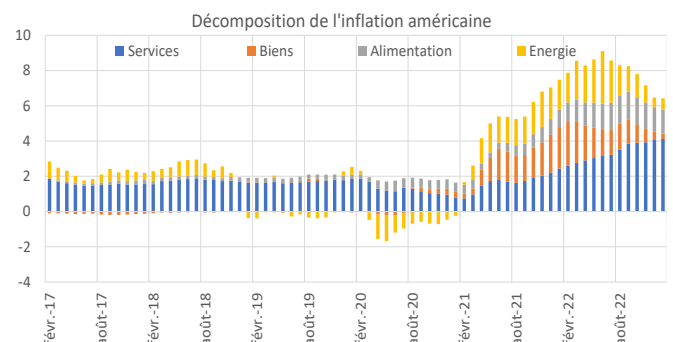
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois



Source : Sanso IS; Bloomberg

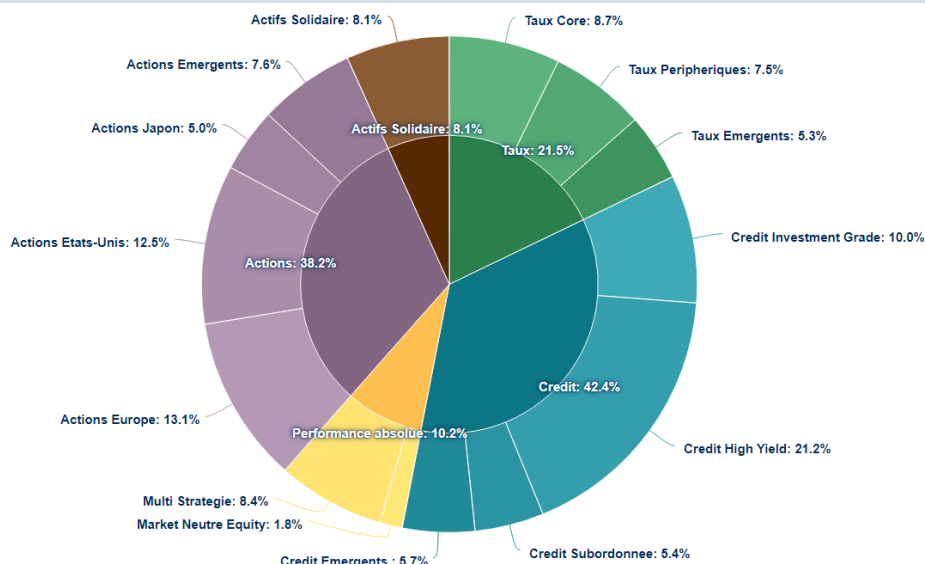
FOCUS ALLOCATION : LE MYSTÈRE DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE

par Cyriaque DAILLAND

L'économie américaine ressemble de plus en plus à une anomalie théorique. D'un côté, une courbe de taux fortement inversée et des indicateurs avancés sur des niveaux indiquant une récession, de l'autre, un taux de chômage à 3,4% (plus bas niveau depuis la fin des années 60) et des données de consommation toujours bien orientées. A un moment donné, à moins que la Covid ait mis fin à toutes les règles économiques, la croissance américaine devra prendre une direction : soit un atterrissage en douceur, soit une récession plus ou moins modérée. Ce paradoxe économique se diffuse dans l'évolution des marchés financiers. Ainsi, après avoir anticipé le pire jusqu'en septembre 2022, les actifs risqués connaissent un fort rebond depuis plusieurs mois. L'excès de pessimisme a laissé ainsi place à une approche très optimiste durant les derniers mois. Dans cet environnement toujours incertain, nous privilégions toujours le crédit « high beta » qui offre un portage élevé pour un niveau de risque moyen. Les actions affichent un couple rendement/risque neutre avec une valorisation proche de leur moyenne historique. Enfin, les obligations souveraines de la zone euro sont toujours à éviter au vu du niveau des taux.

Positions au 16/02/2023	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-	=	+	++		
CLASSES D'ACTIFS							
			Monétaire			↔	
		Obligations				↔	
				Crédit		↔	Haut rendement
			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		↔	AT1
				Emergents		↔	Amérique latine
ACTIONS							
			Europe			↔	
			Etats-Unis			↔	
			Japon			↔	
				Emergents		↔	Chine continentale
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.**

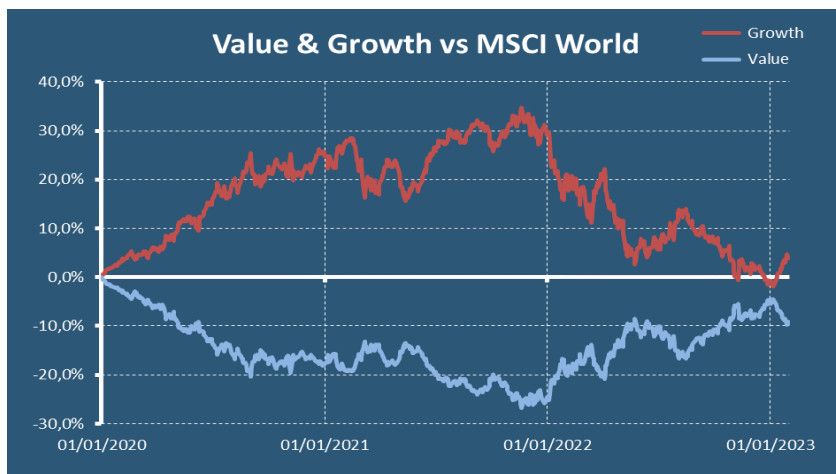
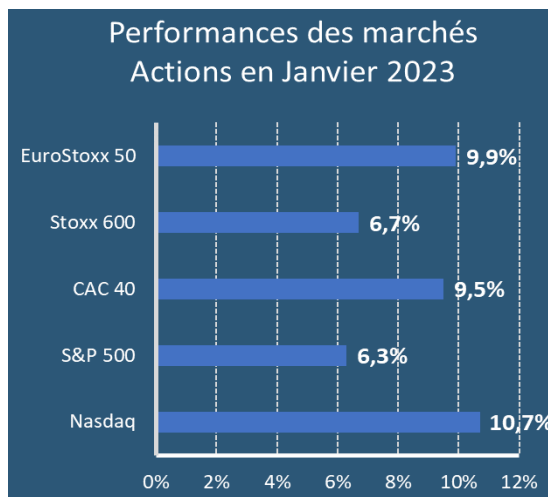


FOCUS MARCHÉ : JANVIER 2023

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Avec la confirmation d'un pic d'inflation désormais derrière nous et donc d'une meilleure visibilité sur la politique à venir de la part des Banques Centrales, les investisseurs ont clairement repris confiance. Les principaux indices ont bondi dans des proportions rarement observées sur des périodes aussi courtes. On note d'ailleurs que tant l'EuroStoxx 50 que le CAC 40 ont établi à l'occasion le meilleur mois de janvier de leur histoire. Au-delà de l'ampleur de la performance des marchés en janvier, c'est la nature même de ce mouvement qui nous a semblé véritablement exceptionnelle. Il est probable d'ailleurs que de nombreux investisseurs aient été surpris par ce rebond tant la rotation qui s'est produite au tout début d'année, aura été violente.

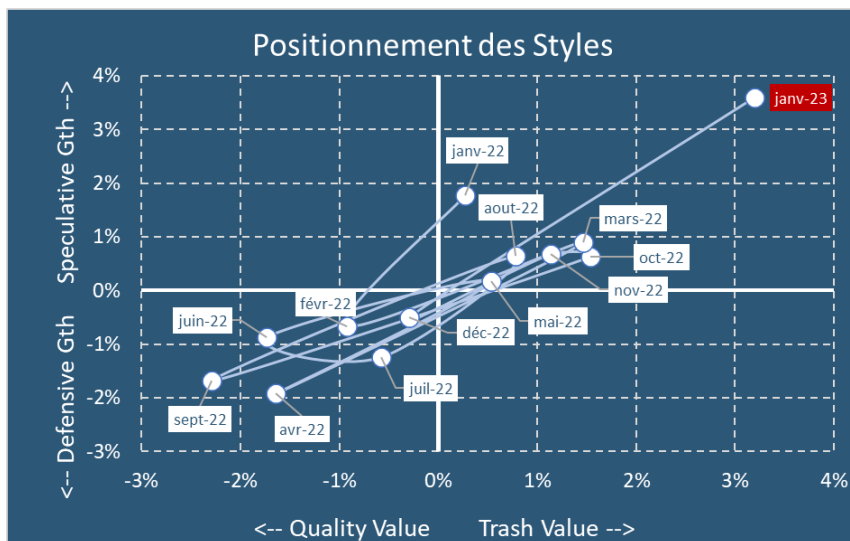
Car si en 2022, la progression des taux d'intérêt avait pesé sur les valeurs de croissance et entraîné une forte sous performance de ces dernières, le mouvement s'est retourné dès les premières séances de 2023.



Comme on le voit ci-contre, de telles rotations ne sont pas rares. Depuis la fin de l'année 2020, la tendance qui auparavant était très favorable aux valeurs de croissance et favorisée par un environnement durable de taux bas, a été largement remise en cause. Ces rotations sont difficiles à anticiper et à capter car elles ne sont pas toujours de même nature.

Pour les analyser plus en détail, nous identifions sur ces aspects de styles deux groupes distincts. Sur les valeurs de croissance, nous distinguons par exemple les valeurs défensives des valeurs plus spéculatives. Les premières sont celles dont la croissance est plus stable, plus pérenne car basée sur des business solides, profitables et visibles. Elles affichent donc des perspectives élevées mais sont généralement chères et peu risquées. Les secondes sont davantage des valeurs en devenir, sur des activités prometteuses mais pas encore rentables. De façon analogue, dans l'univers des valeurs de rendement, on peut distinguer d'un côté les valeurs dont la valorisation est faible pour de bonnes raisons (pertes, activité en décroissance...) de celles dont la sous valorisation correspond davantage à une anomalie de marché au vu de la qualité intrinsèque de la société.

Des indices calculés sur ces groupes de valeurs permettent d'en apprécier les évolutions relatives et ainsi, le caractère singulier du mois de janvier 2023 ressort de façon éclatante. Les valeurs de rendement de faible qualité et les valeurs de croissance spéculatives ont été très largement privilégiées en janvier. En d'autres termes, la forte progression du mois de janvier peut véritablement être qualifiée de « rallye poubelle »



Ce genre de rallye n'est pas de nature à perdurer dans le temps. Il faut s'attendre à un retour d'évolutions plus rationnelles et davantage en liaison avec les fondamentaux dans les semaines qui viennent. Le début du mois de février va dans ce sens.

FOCUS ISR : SHAREACTION - VOTING MATTERS 2022

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

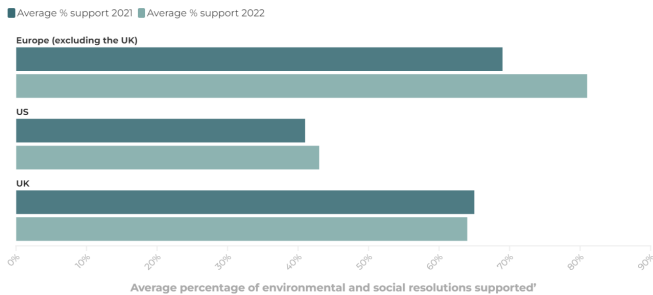
L'ONG ShareAction publie annuellement le rapport *Voting Matters* qui analyse les votes aux Assemblées Générales des plus grands gestionnaires d'actifs pour compte de tiers. L'édition 2022 s'intéresse en particulier aux votes sur les résolutions environnementales et sociales et comment le soutien à ces résolutions a évolué depuis l'année précédente.

Pour la première fois, le rapport prend également en compte les résolutions de gouvernance déposées par les actionnaires qui sont directement liées aux questions environnementales et sociales. L'étude couvre ainsi 252 résolutions environnementales ou sociales pour lesquelles 68 des plus grands gestionnaires d'actifs ont voté.

L'étude met en lumière le fait que les plus grands gestionnaires d'actifs continuent de bloquer les progrès sur les questions environnementales et sociales et que d'une manière globale, ils ont encore plus de difficultés à soutenir des résolutions orientées vers l'action, qui auraient pourtant plus d'impact sur ces questions.

Il est relevé que les quatre gestionnaires d'actifs les plus importants ont soutenu moins de résolutions d'actionnaires sur les questions environnementales et sociales en 2022 qu'en 2021. De plus, s'ils avaient voté « pour » à 49 résolutions, celles-ci auraient reçu un soutien majoritaire.

D'un point de vue géographique, la performance de vote des gestionnaires d'actifs européens s'est nettement améliorée comparée à ses voisins du Royaume-Uni et des États-Unis où elle a stagné.



D'après le rapport, les résultats pour les États-Unis et le Royaume-Uni cachent la dispersion des performances de vote, certains gestionnaires d'actifs ayant considérablement amélioré leurs performances de vote tandis que d'autres ont vu leur taux de soutien se détériorer.

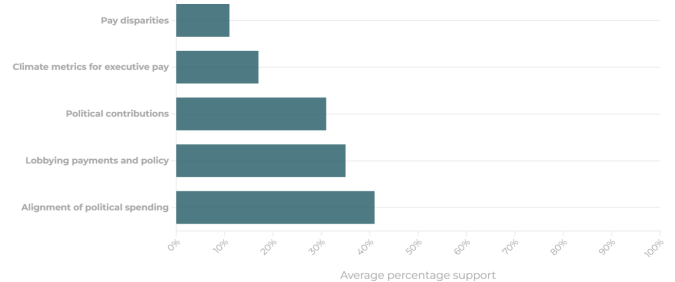
De plus, le rapport souligne des performances particulièrement faibles de la part des gestionnaires d'actifs américains qui ont soutenu en moyenne 43% des résolutions environnementales et sociales de la liste de ShareAction en 2022.

Malgré les tentatives de renforcement de la législation financière aux États-Unis, il est important de noter qu'il n'existe toujours pas d'obligations en matière de rapports ESG aux États-Unis. En parallèle, l'amélioration des performances des gestionnaires européens coïncide avec le renforcement de la législation européenne sur les rapports ESG.

Comme énoncé précédemment, le rapport analyse cette année les résolutions de gouvernance sur les sujets environnementaux et sociaux, regroupées sous le nom « Pay and Politics ». Seulement cinq des 47 résolutions sur la rémunération et les politiques ont reçu un soutien majoritaire, avec une moyenne de soutien global de 33%.

L'étude a identifié cinq catégories de résolutions sur la rémunération et la politique : alignement des dépenses politiques, paiements pour le lobbying et politique, contributions politiques, mesures climatiques pour la rémunération des dirigeants et disparités des salaires.

Parmi ces résolutions, celles concernant l'alignement des dépenses politiques ont obtenu le soutien global moyen le plus élevé, à l'inverse de celles sur les disparités salariales.



ShareAction a énoncé différentes recommandations, s'appliquant à la fois aux sociétés analysées dans ce rapport, qu'à celles qui ne le sont pas. Sanso IS a pour objectif d'en mettre trois en application et/ou de renforcer celles déjà en place :

- Augmenter le nombre d'Assemblées Générales auxquelles nous votons.
- Déclarer à l'avance nos intentions de vote pour les résolutions ESG importantes et/ou litigieuses.
- Intensifier l'action auprès des entreprises qui ne progressent pas suffisamment sur les questions ESG, en utilisant des outils tels que le dépôt conjoint de résolutions, le vote contre les administrateurs et la réduction des investissements.

Lettre rédigée le 20 février 2023