

FOCUS MACRO : UN ATTERRISSAGE EN DOUCEUR DE L'ÉCONOMIE ?

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse légèrement de 9,0 à 8,8. Ce mouvement s'explique par une détérioration de la composante au niveau de la note. A l'inverse, l'aspect tendance de celle-ci reste stable sur le mois. Ainsi, le ralentissement économique semble se diffuser progressivement à l'économie mondiale sans toutefois que cela décroche. Au niveau des notes des facteurs, la consommation et l'immobilier corrigent sur le mois. Du côté des indicateurs avancés, le PMI global composite confirme une stabilisation (48,2 au lieu de 48). Ce niveau apparaît comme cohérent avec un scénario de ralentissement de l'économie mondiale ne se transformant pas en récession forte.

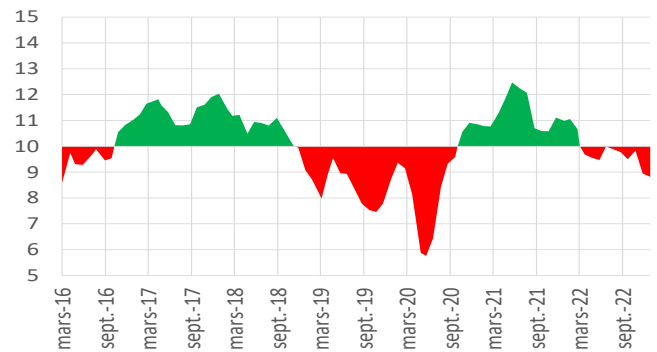
D'un point de vue géographique, les Etats-Unis et la Chine affichent les plus mauvaises notes parmi la trentaine de pays suivie par le Sanso Macro Screening (SMS)¹. Concernant la Chine, l'économie devrait rebondir dans les prochains mois à la suite de la décision radicale de lever la quasi-intégralité des contraintes sanitaires et la volonté politique de soutenir l'activité. La note devrait ainsi progresser dans les prochains mois pour se rapprocher de 10. Concernant les Etats-Unis, la situation est plus incertaine du fait d'une Banque centrale affichant toujours une volonté de relever son taux directeur durant les prochains mois et une activité économique en phase d'atterrissage.

L'évolution du prix du gaz en Europe peut surprendre puisqu'après avoir atteint un niveau historique durant l'été, la tendance s'est complètement inversée. Ainsi, le prix actuel est inférieur au prix avant le début de la guerre en Ukraine. Plusieurs facteurs expliquent le niveau actuel : hiver chaud, ralentissement économique, réduction de la consommation.... Le facteur énergétique qui aurait ainsi du générer un important vent contraire pour la croissance devrait finalement avoir un impact limité. **La récession en zone euro ne pourra peut-être pas être évitée mais elle sera assurément d'une moindre ampleur que ce que nous anticipions durant l'été.**

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) baisse de 70% à 65%. La baisse de l'inflation en zone euro ainsi qu'aux Etats-Unis conjuguée à la réouverture de l'économie chinoise expliquent cette réduction. Le scénario de croissance modérée progresse de 25% à 30%. Le PMI composite global se stabilisant autour de 48, un rebond vers une zone d'expansion (au dessus de 50) reste envisageable. Le scénario plus positif (rebond important) garde une probabilité faible (5%).

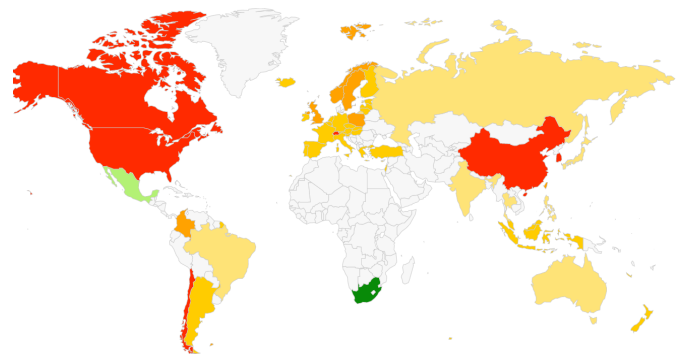
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

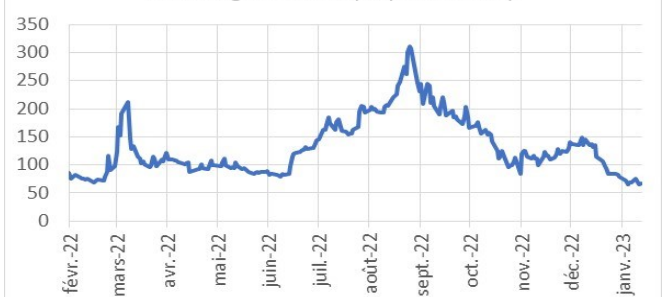
Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois

Prix du gaz en Europe (EUR/MWh)



Source : Sanso IS; Bloomberg

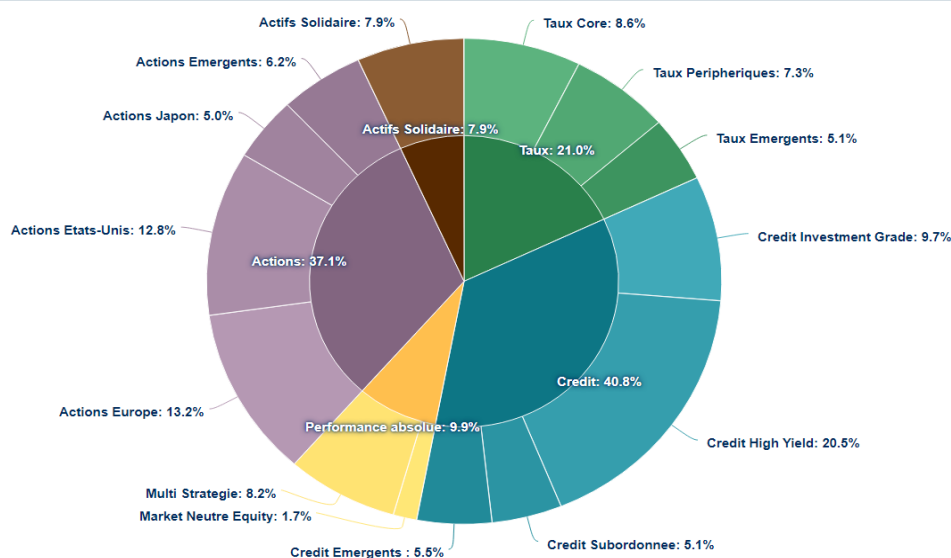
FOCUS ALLOCATION : LE RETOUR DE LA CHINE

par Cyriaque DAILLAND

Après quasiment trois ans d'une stratégie zéro covid, la Chine a fait le choix en quelques semaines d'abandonner complètement cette approche sanitaire. Le président Xi Jinping aura attendu d'être réélu pour initier ce changement radical... la pression de la rue avec des manifestations dans de nombreuses villes expliquent peut-être cet empressement politique qui ne correspond pas aux habitudes chinoises des petits pas. L'économie a ainsi complètement remplacé le sanitaire dans les discours des autorités chinoises. De manière quelque peu cynique, le gouvernement a donc fait le choix de l'immunité collective (et de centaines de milliers de morts du fait d'un faible niveau de vaccination) afin de pouvoir rouvrir l'économie. Depuis quelques semaines, les indicateurs avancés commencent à rebondir. Cette tendance va probablement se confirmer dans les prochains mois. **Dans ce contexte, les actifs chinois (en particulier les actions) devraient connaître une performance positive en 2023.** Nous avons donc décidé de faire évoluer de neutre à positif notre positionnement stratégique sur les actions émergentes. Nous privilégions également toujours le crédit « high beta » qui offre un rendement toujours élevé pour un niveau de risque moyen.

Positions au 13/01/2023	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.**

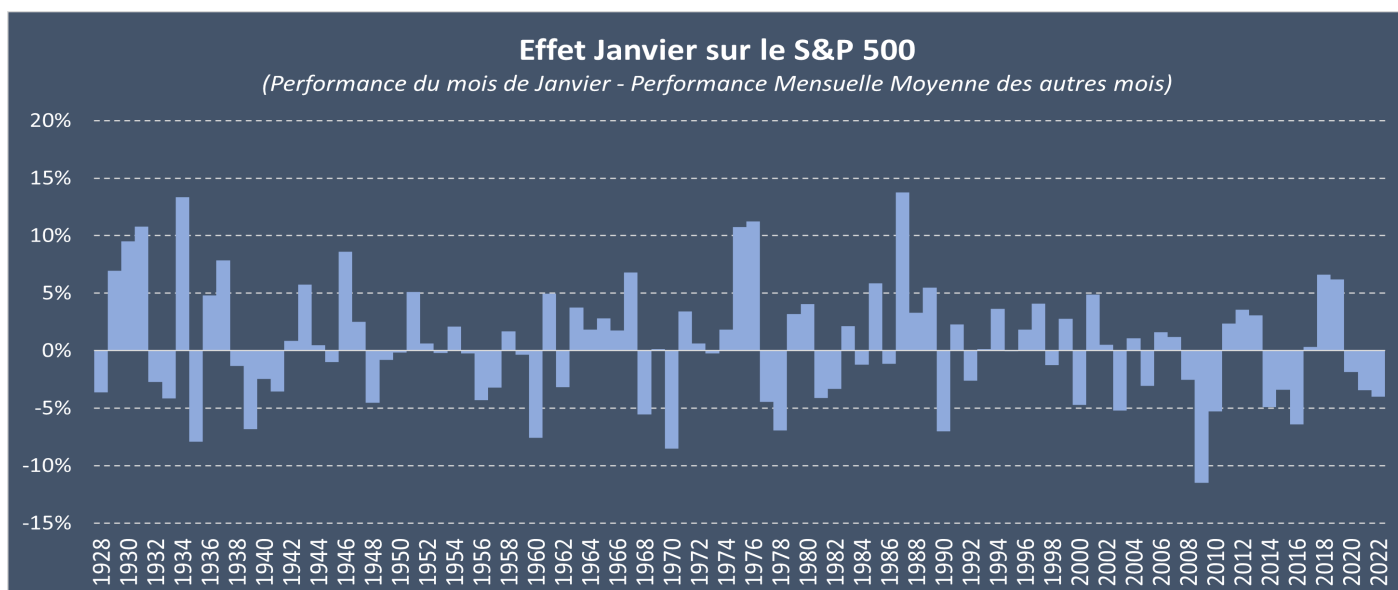


FOCUS MARCHÉ : LE RETOUR DE L'EFFET JANVIER

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

L'année 2023 s'annonce comme une nouvelle confrontation entre le pessimisme traditionnel des économistes et l'optimisme non moins récurrent des analystes. En effet, même si les dernières publications macro leur donnent moins de crédit, les niveaux de probabilités pour qu'en 2023 les économies américaines et européennes sombrent en récession restent élevés. Simultanément, les analystes continuent à anticiper des résultats d'entreprises, certes en moindre croissance mais toujours de bonne facture. Comme souvent donc, le marché devra trouver son chemin entre ces deux visions antagonistes.

Le début d'année semble donner raison aux derniers puisqu'en quelques jours, tous les marchés actions s'inscrivent en territoire largement positif contrastant ainsi avec une année 2022 de triste mémoire. S'il est évidemment trop tôt pour tirer une quelconque conclusion, ce mouvement de forte hausse ces dernières semaines nous laisse penser à un retour du fameux « Effet janvier ».



Cette anomalie de marché a été identifiée au début des années 40 sur le marché américain lorsque des banquiers d'affaires constataient qu'en début d'année, les actions avaient tendance à mieux se comporter que le reste de l'année. Il existe plusieurs hypothèses pour expliquer ce phénomène mais pas réellement de théories vérifiées. Parmi celles-ci, le réinvestissement de primes touchées en fin d'année, le rachat de positions après la réalisation de moins value fiscales en décembre (Window Dressing), l'effet de nouvelles résolutions de début d'année pour investir davantage ou encore l'investissement du 13^{ème} mois.

Mais d'un point de vue purement statistique et comme l'illustre le graphique ci-dessus, force est de constater qu'il n'y a pas d'effet janvier récurrent ou significatif. Au mieux, on peut observer sur le marché américain jusqu'à la fin des années 80, que janvier s'affichait souvent favorablement par rapport au reste de l'année, mais depuis, l'effet s'est clairement estompé et des études académiques ont montré plus récemment qu'on ne pouvait conclure en aucun cas à une quelconque anomalie de marché persistante, ni sur les Etats-Unis, ni ailleurs, comme semblent l'indiquer les résultats ci-contre.

D'autres études prétendent que la performance du mois de janvier est d'un côté négativement corrélée à la croissance attendue, à l'inflation et à la performance de l'année précédente et d'un autre côté, positivement corrélée à la volatilité. Tous ces facteurs qui pousseraient donc à la réalisation de belles performances en ce début 2023, sont toutefois à nuancer dans la mesure où elles reposent aussi sur des historiques limités.

Indices	Moyenne	Moyenne
	Janvier	Hors-Janvier
SP 500	0.78%	0.74%
STOXX 600	0.68%	0.47%
EUROSTOXX50	0.02%	0.52%
FTSE 100	0.09%	0.47%
TOPIX	0.32%	0.18%
RUSSELL 2000	0.74%	0.77%

Performances en devises locales entre 1987 et 2022

Si l'effet janvier relève donc davantage du mythe que d'une réalité financière, on ne peut nier que cette année, après seulement quelques jours de cotations, les marchés actions font preuve d'une vigueur remarquable et s'inscrivent d'ores et déjà sur des niveaux records à ce stade de l'année.

FOCUS ISR : LES DÉBUTS POUSSIFS DU MARCHÉ DES FONDS ARTICLE 9

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Dans l'étude intitulée « Les débuts poussifs du marché des fonds Article 9 », Novethic avec le soutien de l'ADEME, ont analysé 195 fonds autotaxés Article 9, disponibles en France, et totalisant 72 milliards d'euros d'encours début 2022. Cette étude souligne le décalage notable entre la communication des fonds et les exigences techniques du régulateur européen.

Le niveau 1 du règlement Disclosure, également appelé SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) est entré en vigueur en mars 2021. Il impose aux sociétés de gestion de classer les produits financiers selon la nomenclature « Article 6, 8 ou 9 ». Des normes techniques (RTS) qui fournissent des orientations supplémentaires concernant le contenu, les méthodologies et la présentation des informations, forment le niveau 2 de cette réglementation. Ces nouvelles obligations sont applicables depuis le 1^{er} janvier dernier.

Alors que le niveau 1 se heurte à plusieurs questions fondamentales d'interprétation, les normes techniques (niveau 2) « génèrent leur lot d'écueils dans la pratique ». Selon l'étude, la définition d'un investissement durable est en grande partie à l'origine de ces difficultés.

Cette définition, qui fait l'objet de nombreux débats, n'est pas suffisamment précise laissant trop de place à l'interprétation. Selon Eurosif, le forum européen pour l'investissement responsable, les sociétés de gestion ayant « adopté l'interprétation la plus créative » prennent le risque de s'exposer à des risques de réputation et à des accusations d'écoblanchiment.

Novethic et l'ADEME ont analysé les documents-modèles, également appelés « templates » devenus obligatoires dans le cadre des RTS pour les fonds article 8 et 9 au 1er janvier 2023. Ces templates recensent l'ensemble des données et informations obligatoires selon le règlement Disclosure.

Lors de l'analyse, 42 fonds qui disposent d'un document dont le contenu s'inspire déjà des documents-modèles SFDR ont été identifiés.

L'objectif d'investissement durable qui doit être précisé dans ces templates, reste flou et peu précis dans la majorité des fonds analysés selon l'étude.

Néanmoins, les 42 fonds mentionnés détaillent davantage cet objectif. Cela permet de mieux appréhender l'intention du fonds de contribuer à des enjeux de transition énergétique, d'accès à l'eau, d'atteinte des ODD ou encore d'amélioration des conditions d'emploi ou d'accès à l'éducation.

La majorité des indicateurs de durabilité utilisée pour mesurer la réalisation de l'objectif d'investissement durable sont issus de la liste d'indicateurs « PAI » (Principal Adverse Impact).

En seconde position, on retrouve des indicateurs « propriétaires » construits à partir des convictions et grilles ESG propres aux sociétés de gestion.

Liste des indicateurs relevés dans les documents SFDR dédiés

Catégorie	Indicateurs et nombres d'occurrences relevés
PAI et assimilé (49)	Mixité au sein des organes de gouvernance (11), Politiques «Droits humains» (11), Empreinte carbone (10), Exposition à des sociétés actives dans le secteur des combustibles fossiles (10), Part d'entreprises en démarches SBTi ou similaire (2), Intensité carbone (1), Production d'électricité (dé)carbonée (1), Consommation énergétique (bâtiments) (1), Indicateur biodiversité (1), Empreinte carbone (bâtiments) (1)
Indicateurs «propriétaires» (19)	Contribution sociétale (11), Emplois de qualité (5), Capital humain (1), Impact social (1), Score ODD (1)
Indicateurs sociaux et de mixité (14)	Croissance des effectifs (10), Nombre d'heures de formation moyen par employé (2), Part des femmes parmi les effectifs (1), Taux de rotation des employés (1)
Règles de gestion financière (14)	Indicateurs dérivés des critères de construction d'un indice climat ou green bonds (9), Règles internes (4), Indicateurs dérivés des critères du label Greenfin (1)
Métrique de notation environnementale (10)	Net Environmental Contribution (10)
Taxonomie et SFDR (6)	Pourcentages: minimum d'investissements durables (3), d'éligibilité ou d'alignement à la taxonomie (2), de l'encours alloué à des fonds Art. 9 (1)

L'étude identifie deux enjeux sur les indicateurs de durabilité utilisés par les sociétés de gestion. Ils doivent être contraignants et se distinguer des simples descriptions de la prise en compte des critères ESG. Le second enjeu sera de trouver des indicateurs pertinents pour les fonds avec une thématique spécifique comme la satisfaction client, le sport ou encore l'informatique dématérialisée.

Les stratégies d'investissement utilisées par les 195 fonds du panel sont majoritairement des stratégies ESG dites de sélection positive : best-in class, best-in-universe ou encore best-effort. Elles sont utilisées par les deux tiers des fonds étudiés.

Viennent ensuite les approches thématiques environnementales et sociales pour environ 45% du panel, qui dans certains cas sont couplées avec une approche de sélection ESG. On trouve ensuite des approches dites bas carbone, ou basées sur la contribution à un ou plusieurs des Objectifs de Développement Durable des Nations Unies (ODD).

D'après l'analyse, le mouvement de reclassification des fonds Article 9 vers l'Article 8, montre que les sociétés de gestion sont moins prêtes que prévu à s'engager sur des fonds verts qui respectent les attentes des régulateurs. Cette étude renforce la remise en question de la position des fonds Article 9 qui commençait à être assimilés à un label et montre qu'on en est encore loin.

Lettre rédigée le 13 janvier 2023