

FOCUS MACRO : UNE RÉCESSION QUI TARDE À VENIR...

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse de 9,4 à 9,9. Cette hausse s'explique à la fois par l'amélioration de la composante tendance mais également niveau. Concernant cette dernière, cette amélioration est nouvelle puisqu'elle était en baisse de manière continue depuis l'été 2021. Certaines données macroéconomiques affichent ainsi aujourd'hui des niveaux supérieurs à leurs moyennes historiques. Concernant les facteurs, les notes « activité » et « consommation » progressent sur le mois. Confirmant cet environnement plus positif, l'indicateur PMI global composite progresse de 53,4 à 54,2. La probabilité d'une récession semble de nouveau s'éloigner à court terme...

Au niveau pays, le rebond de la Chine est le fait le plus notable.

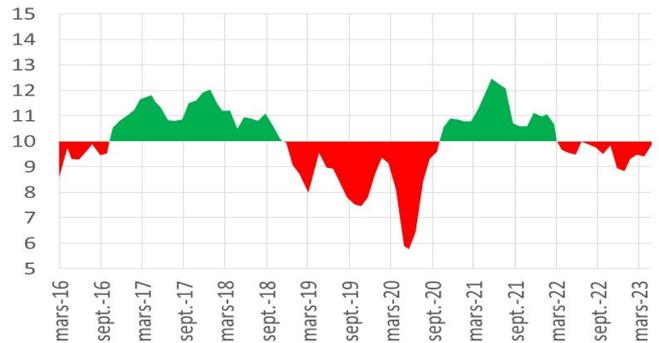
Sa note progresse sur le mois de 9,5 à 10,7. Ce sont les facteurs liés à l'économie réelle comme l'activité ou la consommation qui expliquent la hausse de la note. Progressivement, la Chine s'impose pour 2023 comme le moteur de la croissance mondiale. La zone euro est également une bonne surprise puisque sa note progresse de nouveau pour atteindre 10,3. Le scénario de récession s'éloigne pour cette zone. À l'inverse, la note des Etats-Unis continue de se dégrader en passant de 8,2 à 7,7. L'économie américaine est assurément aujourd'hui la zone économique affichant la moins bonne dynamique économique... ce qui n'est pas habituel !

Aux Etats-Unis, l'évolution de la crise bancaire peut être évaluée par le suivi du bilan de la Banque centrale américaine (FED). Alors qu'elle avait initié une normalisation de son bilan, la FED a dû injecter des liquidités (environ 400 milliards) afin d'éteindre le risque systémique sur le système bancaire. **Après cette hausse, la situation semble se normaliser progressivement puisque le bilan de la FED commence de nouveau à se réduire.** C'est une bonne nouvelle pour l'économie américaine qui serait assurément rentrée en récession si elle devait subir en plus d'une inflation élevée et d'une incertitude sur le plafond de la dette, une crise bancaire.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) baisse de 5% (probabilité de 45%). En effet, même si certains risques existent (plafond de la dette, durcissement des conditions financières...), les données économiques récentes montrent clairement que l'économie mondiale est actuellement en croissance. Par conséquent, le scénario de croissance modérée progresse de 45% à 50%, devenant ainsi notre scénario principal. Le scénario plus positif (rebond important) garde une probabilité faible (5%).

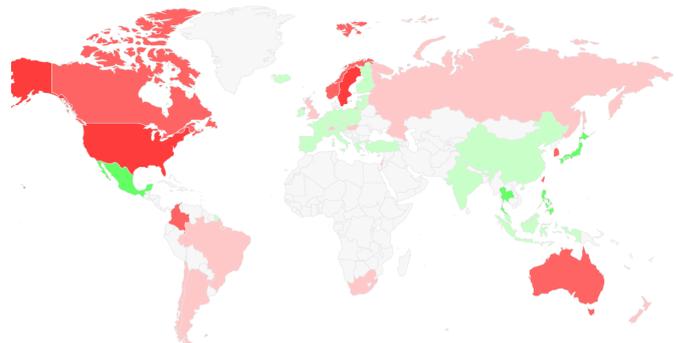
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

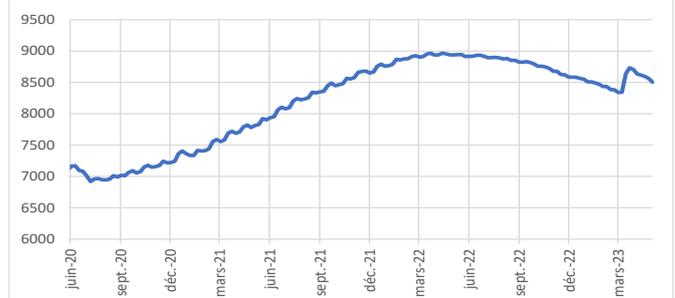
Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois

Bilan de la FED (en milliards de \$)



Source : Sanso IS; Bloomberg

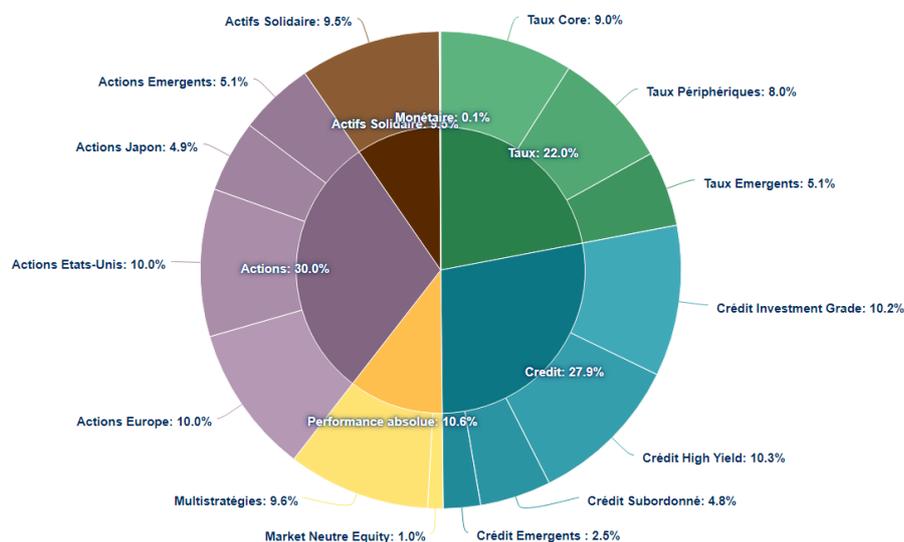
FOCUS ALLOCATION : LA CONTRE-PERFORMANCE DES ACTIONS CHINOISES

par Cyriaque DAILLAND

Au cours du quatrième trimestre 2022, les autorités chinoises ont décidé une réouverture complète de l'économie. Cette politique s'est progressivement matérialisée dans les données. La croissance au premier trimestre progresse ainsi de 4,5%. Dans ce contexte, le consensus anticipait un rebond des actions chinoises qui avaient fortement sous-performé en 2021 et 2022. Pourtant, en 2023, cette zone géographique n'affiche qu'une performance légèrement positive alors même que les autres zones progressent en moyenne entre 5% et 10%. Les résultats des entreprises expliquent en partie cette contre-performance. En effet, l'amélioration macroéconomique actuelle ne se reflète pas encore dans les données microéconomiques. La géopolitique (Taïwan, relation sino-russe, confrontation Chine et Etats-Unis...) pèse également. La capacité des autorités chinoises à intervenir sur certains secteurs (technologie, éducation...) impactent aussi négativement. **Toutefois, de notre point de vue, la majorité de ces mauvaises nouvelles est aujourd'hui intégrée dans les cours actuels. Il faudra néanmoins maintenant un catalyseur comme une forte hausse des résultats des entreprises pour déclencher un rebond important des actions chinoises.**

Positions au 15/05/2023	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-	=	+	++		
CLASSES D'ACTIFS							
		Obligations		Monétaire		↔	
				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			↔	
				Emergents		↔	Amérique latine
ACTIONS							
			Europe			↔	
			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.**

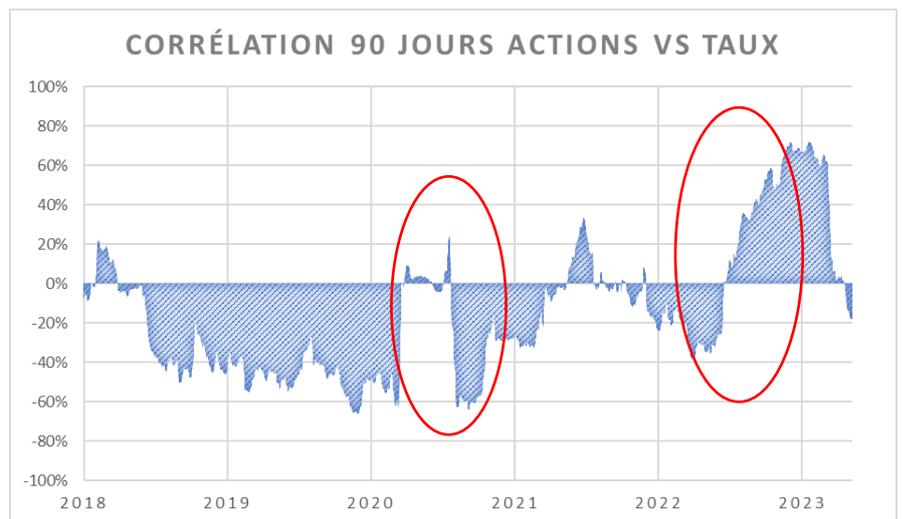


FOCUS MARCHÉ : REGAIN D'INTÉRÊT SUR LA DIVERSIFICATION

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

« Ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier », telle est l'une des règles de base de la gestion de portefeuilles pour inciter les gérants à diversifier leurs investissements. Et pour apprécier le potentiel diversifiant de deux investissements, la corrélation de leur performances est l'indicateur le plus couramment utilisé. **On constate par exemple historiquement, que le prix des actions est généralement corrélé négativement avec celui des obligations et donc que la combinaison de ces deux classes d'actifs dans un portefeuille permet d'en réduire le risque.**

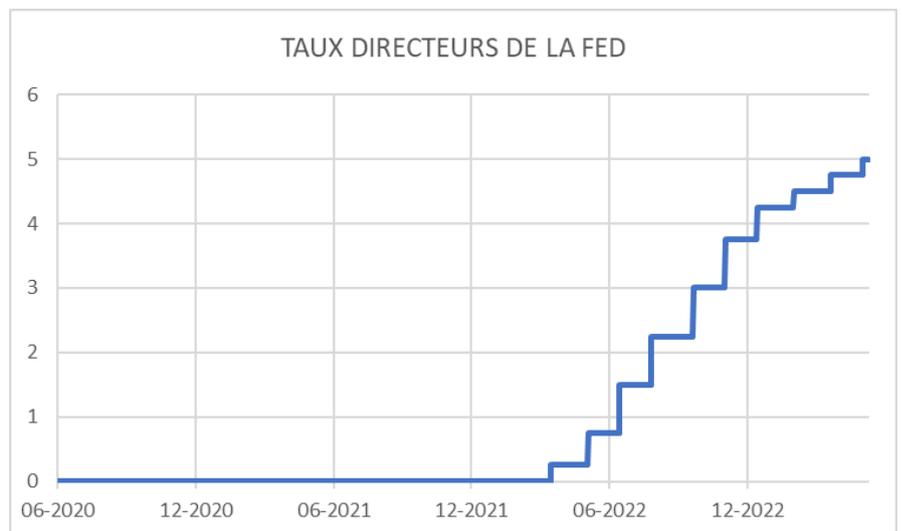
Mais on constate aussi que **cette même corrélation n'est pas stable dans le temps**. Comme on le voit sur le graphique, au cours des 5 dernières années, la corrélation entre les marchés actions et les marchés obligataires est souvent restée en territoire négatif. Et on constate aussi que ces classes d'actifs peuvent rapidement se recorréler, notamment dans les phases de stress (2020) ou encore dans la phase plus récente de remontée de l'inflation en 2022.



Si le phénomène de recorrélation en phase de stress est assez classique puisqu'en ces périodes les investisseurs ont tendance à solder leurs positions de façon indifférenciée, le mouvement de

2022 est bien moins trivial. 2022 aura été une année exceptionnelle avec des marchés obligataires affichant des replis dans des proportions équivalentes à ceux des marchés actions, 15% en moyenne.

Diversifier son portefeuille en 2022 n'aurait donc servi à rien ! La raison à cela se trouve dans l'action des Banques centrales et de la FED en particulier, qui se sont lancées dans une normalisation rapide de leur politique monétaire. Ce changement de paradigme sur les taux a déstabilisé les actions en générant des craintes sur un ralentissement économique et les obligations du fait d'un « repricing » général de l'ensemble de la courbe de taux.



Mais depuis le début de l'année, les resserrements de taux des Banques centrales sont plus limités... certaines comme la FED évoquant même d'ailleurs une pause pour les prochains mois.

Depuis quelques semaines maintenant, nous assistons à une baisse rapide du niveau de corrélation, synonyme d'un retour d'une complémentarité entre les

actions et les obligations. On a d'ailleurs pu remarquer en mars, lors du stress sur les Banques américaines, que les obligations ont pleinement joué leur rôle de stabilisateur alors même que les actions connaissaient des baisses importantes.

Sur longue période, un portefeuille diversifié offre une performance attractive avec un risque maîtrisé et même si 2022 restera une année douloureuse pour la gestion diversifiée, la dynamique récente doit s'appréhender comme un retour à la normale. De notre point de vue, la combinaison d'une meilleure rémunération sur la partie obligataire et d'une moindre corrélation avec la partie plus risquée redonne toute sa pertinence à la gestion diversifiée, notamment pour les investisseurs souhaitant s'écarter des supports purement obligataires sans prendre le risque d'une exposition uniquement actions.

FOCUS ISR : PROPOSITIONS D'ÉVOLUTION DU LABEL ISR

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Créé en 2016 à l'initiative du Ministère de l'Économie et des Finances, le Label ISR a connu un franc succès auprès des sociétés de gestion de portefeuilles si on en juge par le nombre de fonds labélisés.

Au 28 avril 2023, on comptait en effet 1174 fonds labélisés totalisant 773 milliards d'euros d'encours et gérés par 195 sociétés de gestion différentes.

Pourtant, le Label ISR fait également l'objet de nombreuses critiques y compris par les pouvoirs publics eux-mêmes. L'Inspection Générale des Finances avait en effet publié fin 2020 un rapport qualifiant de « confuse » la promesse faite aux épargnants et estimant que le Label ISR s'exposait à « une perte inéluctable de crédibilité et de pertinence » s'il n'évoluait pas rapidement.

A la suite de ce rapport, la gouvernance du Label ISR a été remaniée en profondeur en 2021 et le 18 avril dernier le nouveau Comité du Label a rendu publique ses propositions d'évolution du cahier des charges du Label ISR.

Ces propositions s'articulent autour de 3 axes :

- renforcer la sélectivité du Label tout en réaffirmant son caractère généraliste,
- rendre systématique l'exigence de double matérialité,
- intégrer la dimension climat de façon renforcée.

Afin de renforcer la sélectivité, le Comité du Label propose de relever le taux de filtrage actuel de 20% à 30%. Seraient donc éligibles au Label, les fonds qui écartent au moins 30% de leur univers d'investissement sur la base de considérations ESG et ceux qui visent à obtenir une note ESG supérieure à celle de leur univers retraité des 30% les moins bien notés.

Les propositions incluent également des exclusions :

- sur le plan environnemental, celles-ci portent principalement sur les producteurs de charbon et de pétrole et gaz non-conventionnels,
- sur le plan social, elles couvrent notamment le secteur du tabac et les entreprises impliquées dans des controverses liées aux Droits de l'Homme et du Travail,
- en matière de gouvernance, elles visent en particulier les entreprises dont le siège se situe dans un pays non-coopératif sur le plan fiscal.

La notion de double matérialité, sans doute obscure pour un public non averti mais qui est au cœur de la réglementation européenne en matière de finance durable, vise à ce que les fonds prennent systématiquement en compte :

- l'impact potentiel des risques et opportunités ESG sur les entreprises,
- l'impact des entreprises sur l'environnement et la société.

En effet, un certain nombre d'acteurs se sont historiquement focalisés sur la première dimension ci-dessus avec pour objectif d'améliorer le profil rendement-risque des investissements sans nécessairement prendre explicitement en compte le deuxième volet.



Le Comité du Label propose donc que les fonds labélisés prennent systématiquement en compte les Principales Incidences Négatives définies par l'Union Européenne dans le cadre de la réglementation SFDR et s'engagent à obtenir une meilleure performance que leur univers d'investissement sur au moins deux de ces indicateurs.

Enfin, sur le plan du climat, le Comité propose de traiter avec une vigilance renforcée les entreprises dont les enjeux climatiques sont les plus forts en demandant aux sociétés de gestion d'analyser pour ces entreprises :

- leurs cibles de réduction des émissions de gaz à effet de serre de ces entreprises,
- les moyens qu'elles mettent en œuvre pour atteindre leurs objectifs,
- la gouvernance mise en place sur ces questions.

Quatre fonds gérés par Sanso IS - Sanso Objectif Durable 2024, Sanso ESG Market Neutral, Sanso Essentiel et Sanso Smart Climate - étant actuellement titulaires du Label ISR nous ne manquerons pas de répondre à la consultation portant sur ces propositions d'évolutions d'ici le 31 mai.

Lettre rédigée le 16 mai 2023

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.