

FOCUS MACRO : UNE DYNAMIQUE POSITIVE ?

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse de 9,3 à 9,5. Ce mouvement s'explique de nouveau par une amélioration de la composante tendance de la note. Au niveau des facteurs, les « indicateurs avancés » progressent encore sur le mois. La note passe ainsi de 8,7 à 10,2. De manière cohérente, le PMI global composite progresse de 49,7 à 52,1 sur la période. En passant bien au-dessus de 50, cet indicateur montre que l'économie mondiale est en phase d'expansion. Les autres facteurs sont relativement stables. Cette tendance demande donc à être confirmée, en particulier au vu des craintes actuelles sur les banques, mais le ciel semble s'éclaircir pour l'économie mondiale.

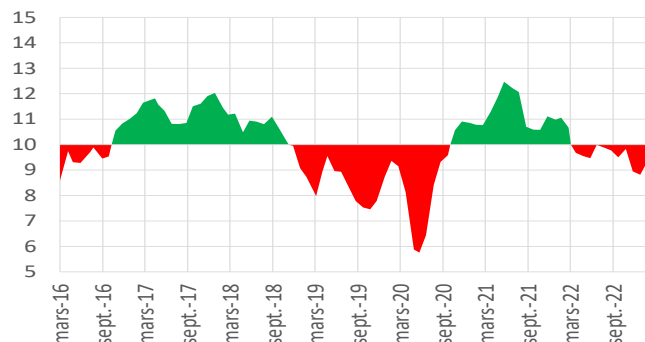
Sur le plan géographique, la note de la Chine continue de s'améliorer. Celle-ci progresse ainsi sur un mois de 9,5 à 9,9. Les facteurs « indicateurs avancés » et « immobilier » expliquent principalement l'amélioration de la note globale. Les autres facteurs sont relativement stables. La réouverture de l'économie chinoise n'a pas encore impacté pleinement les données d'activité. Cela devrait être progressivement le cas au cours de l'année. Concernant les principaux pays développés (États-Unis, Union européenne et Japon), les notes sont relativement stables. Les indicateurs avancés envoient des signaux positifs qu'il faudra néanmoins confirmer au vu du stress actuel sur le secteur bancaire.

La crise bancaire aux États-Unis aura eu pour conséquence d'augmenter significativement le bilan de la Banque centrale américaine. Cette forte hausse (300 milliards de \$) vient ainsi annihiler la réduction de son bilan engagée depuis plusieurs mois. Même si cette injection de liquidité devrait être temporaire, il a lieu alors même que les membres de la FED continuent d'anticiper des taux plus élevés. Ce paradoxe s'explique car l'injection de liquidité a pour objectif de maintenir la stabilité financière du pays alors que les hausses de taux cherchent à endiguer l'inflation. Ce jeu d'équilibriste reste néanmoins fort complexe à tenir sur une longue période.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) baisse de nouveau de 5%. Cette réduction s'appuie sur le constat que la dynamique économique s'améliore progressivement, en particulier en Chine. La probabilité se situe aujourd'hui à 55%. Dans le contexte actuel, le scénario de croissance modérée progresse de 35% à 40%. Le scénario plus positif (rebond important) garde une probabilité faible (5%) car la dynamique positive de l'économie reste fragile, en particulier avec le stress actuel sur le secteur bancaire.

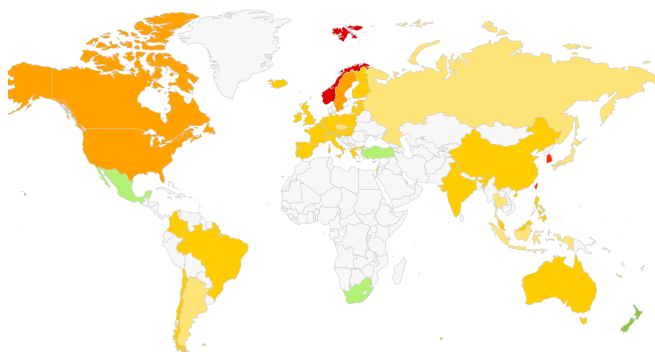
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



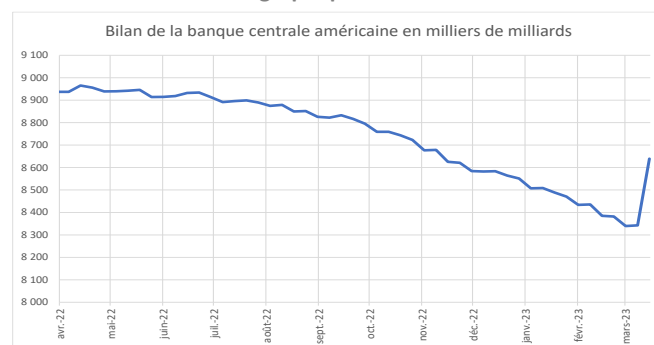
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois



Source : Sanso IS, Bloomberg

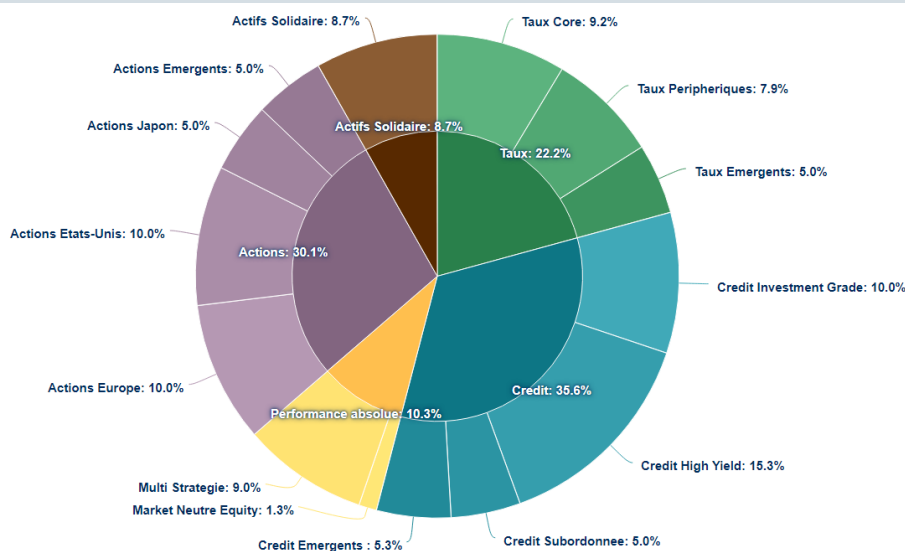
FOCUS ALLOCATION : LE RETOUR DU MONÉTAIRE

par Cyriaque DAILLAND

A la suite des nombreuses hausses de taux de la Banque centrale européenne (BCE), l'€ster évolue aujourd'hui autour de 2,5%. Ce taux reflète les coûts d'emprunt au jour le jour en euros non garantis pour les banques de la zone euro. Il sert de référence pour la quasi-totalité des fonds monétaires. Ainsi, un investisseur peut obtenir une performance absolue positive sans risque. Ce retour au monde financier pré 2008 doit être pris en compte dans une allocation d'actifs. Pendant 10 ans, l'acronyme anglo-saxon TINA (« there is no alternative ») a résumé la nécessité de prendre du risque pour ne pas perdre d'argent. Certains diront avec raison que 2,5% avec une inflation à 6,5%, cela revient à investir avec performance réelle négative... Cependant, l'inflation devrait baisser progressivement en 2023, ce qui permettra à cette performance réelle de se rapprocher de zéro. Dans un environnement toujours incertain, nous considérons que la classe d'actifs monétaire a aujourd'hui du sens dans une allocation d'actifs, en particulier dans l'attente d'un point d'entrée plus intéressant sur les actions. Nous privilégions toujours le crédit « high beta » qui offre un portage élevé pour un niveau de risque moyen.

Positions au	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			↕	
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 : BANQUEROUTES

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

15 ans après, le spectre de la crise des subprimes ressurgit et le secteur financier se retrouve à nouveau au centre d'un imbroglio que les investisseurs n'apprécient guère.

Tout démarre le vendredi 9 mars dernier, lorsque la Silicon Valley Bank, une banque régionale américaine spécialisée sur les start-up californiennes, annonce devoir céder une grosse partie de son actif à perte pour faire face à des retraits de dépôts. Cette annonce met le feu aux poudres et enclenche une fuite de capitaux sur les banques similaires.

Dans les jours qui suivent, **Silergate Bank** et **Signature Bank**, sont à leur tour mises en difficulté pour les mêmes raisons.

La Réserve fédérale est alors rapidement intervenue pour éteindre l'incendie en annonçant plusieurs plans de soutien pour les clients des banques en difficulté, assurant ainsi l'accès à leurs dépôts. Une réaction rapide qui aura permis de rassurer quelque peu les investisseurs et de réduire le risque de contagion à l'ensemble du système bancaire.

Cependant, quelques jours plus tard, une deuxième vague d'inquiétudes surgit en Europe après que la Saudi National Bank ait refusé de participer à l'augmentation de capital de **Crédit Suisse**, qui cherche à se restructurer depuis de nombreux mois. Cette annonce a jeté un froid sur l'ensemble des marchés, car elle met en lumière la toujours grande fragilité du secteur bancaire.

La faillite d'une banque européenne de cette envergure (qui est cinq fois plus grande que Lehman Brothers ne l'était) pourrait entraîner une contagion à l'ensemble du système et conduire à une véritable crise systémique.

Malgré les 50 milliards de francs suisses prêtés par la Banque Nationale Suisse, des doutes persistent quant à la capacité des autorités financières à maîtriser le risque de contagion à tout le secteur dans sa globalité.

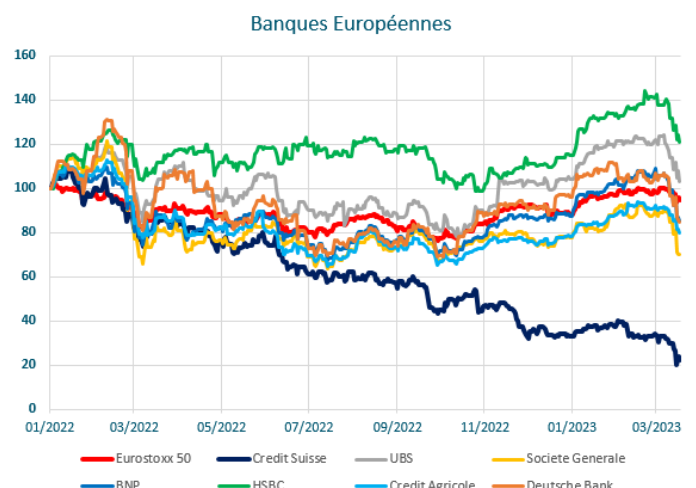
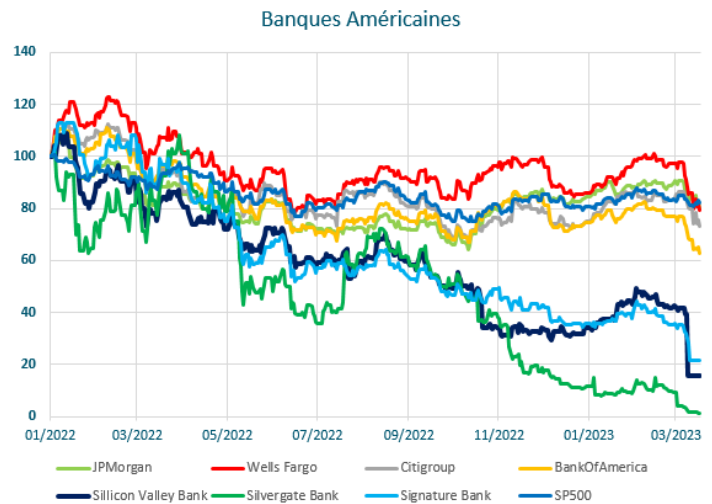
Les problèmes rencontrés par les banques américaines et européennes ne sont pas directement liés, mais ils partagent des facteurs communs tels que la brutale hausse des taux d'intérêts et l'inversion des courbes qui ont directement contribué à ces défaillances. Pour les banques dont le modèle économique repose sur l'emprunt à court terme pour prêter à long terme, une courbe de taux inversée s'avère problématique notamment pour celles dont la gestion Actif/Passif est défaillante.

Pour le moment, la situation américaine ne présente pas de risque systémique.

Après un week-end agité en Europe, UBS, encouragée par la Banque Nationale Suisse, a décidé de venir en aide à son concurrent en crise en proposant de l'acquérir pour 3 milliards de francs suisses, soit près de trois fois moins que sa valorisation du vendredi soir.

Nouveau challenge donc dans les prochains mois pour les banquiers centraux qui vont devoir manœuvrer entre une politique monétaire restrictive pour contrôler l'inflation et une approche plus accommodante si le secteur financier s'avère plus fragilisé que prévu.

Après l'annonce de la faillite de SVB, certains fonds ISR ont été pointés du doigt pour avoir investi dans les titres de cette banque, réputée pour ses actions en faveur du développement durable. **Il est crucial de rappeler que la sélection financière et la prise en compte de critères extra-financiers sont deux processus distincts et qu'une gestion financière inadéquate ne remet pas en question la nature responsable d'un investissement.**



FOCUS ISR : FAUT-IL PRENDRE EN COMPTE LES ÉMISSIONS DE CARBONE SCOPE 3 ?

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Dans une étude récente, la société de gestion britannique Osmosis Investment Management qui gère environ 9 Mds de dollars en s'appuyant sur des données relatives à l'utilisation efficace des ressources naturelles par les entreprises, analyse l'impact de l'intégration des données d'émissions de gaz à effet de serre (GES) scope 3 sur la construction de portefeuilles actions.

L'étude conclut que les portefeuilles se donnant pour objectif de réduire ou de minimiser les émissions de carbone scopes 1, 2 et 3 privilégieront des entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à celui de leurs pairs, ceci en raison de l'inclusion du scope 3 dans l'objectif. Elle qualifie donc la prise en compte des données scope 3 « d'irresponsable » car contraire aux intérêts financiers des investisseurs.

Rappelons que les émissions scope 3 sont celles émises par les activités en amont et en aval des opérations d'une entreprise. Par exemple dans le secteur automobile le scope 3 comprendrait les émissions de GES liées à la production des composants déléguée à des sous-traitants (scope 3 amont) ainsi que les émissions des véhicules tout au long de leur vie (scope 3 aval). On estime que le scope 3 représente en moyenne 90% des émissions d'une entreprise avec toutefois de grandes disparités entre secteurs.

Il permet donc d'avoir une vue d'ensemble de l'impact sur le climat d'une entreprise. De ce fait l'Union européenne a décidé de rendre sa prise en compte obligatoire dans sa réglementation sur les indices de référence bas-carbone.

Toutefois, comme le souligne l'étude, il existe différents problèmes liés à l'intégration du scope 3. Peu d'entreprises publient cette donnée et, lorsque c'est le cas, les données sont fréquemment incomplètes ou de faibles qualités.

Les fournisseurs de données tels que MSCI ou S&P Global Sustainable One ont donc développé des modèles permettant d'estimer les émissions scope 3 pour combler ce manque de données. Ces modèles analysent le cycle de vie des activités pour définir les intensités moyennes par secteur, qui sont ensuite multipliées par les chiffres d'affaires. Pour les entreprises d'un même secteur, le scope 3 dépend donc linéairement du chiffre d'affaires de l'entreprise.

Osmosis IM en conclut qu'un portefeuille conçu pour minimiser l'empreinte carbone conduira à un portefeuille composé d'entreprises ayant un chiffre d'affaires inférieur à celui de leur pairs.

Cette conclusion est étayée par le graphique ci-après qui montre qu'il existe une relation forte entre le ratio scope 3 / EVIC (Enterprise Value Including Cash) et le ratio Chiffre d'affaires / EVIC.

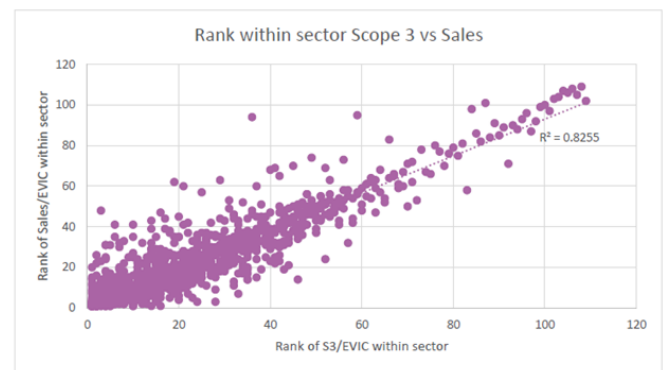


Figure 5: Source: Scope 3, EVIC, and Sales from MSCI. Sector from Osmosis.

L'utilisation d'émissions rapportées à l'EVIC correspond aux exigences de la réglementation européenne sur les indices bas carbone qui fixe pour les indices dits « Paris-Aligned » un objectif de réduction de 50% du ratio scope 1+2+3/EVIC vis-à-vis de leurs indices de marché respectifs.

Dans les faits, l'étude indique que le MSCI World Climate Paris Aligned Index affiche effectivement une surpondération sur les entreprises présentant un rendement des ventes faible et ce sur l'ensemble de l'année 2022, ce biais vers des valeurs plus chères n'étant pas compensé par une croissance plus forte.

Pour autant, nous ne sommes pas en phase avec l'idée qu'il faudrait laisser de côté les émissions scope 3 lorsqu'on analyse une entreprise sous l'angle du climat. Tout d'abord, comme cela a été rappelé, les données scope 3 constituent une composante essentielle des émissions d'une entreprise. Les écarter engendre de nombreux biais. Cela revient par exemple à faire la part belle aux entreprises qui ont choisi de sous-traiter leur production.

Ensuite, certains modèles d'estimation des émissions scope 3, comme celui de S&P Global Sustainable One que nous utilisons, sont très granulaires et couvrent plusieurs centaines d'activités. Les spécificités de chaque entreprise sont prises en compte ce qui réduit la dépendance entre chiffre d'affaires et émissions au sein d'un même secteur.

Enfin, nous utilisons un ratio scope 1+2+3 / chiffre d'affaires dans notre modèle *Smart Climate* qui nous semble plus pertinent que le ratio scope 1+2+3/ EVIC qui revient de facto à favoriser les entreprises chères voire endettées. Par ailleurs, nous complétons ce ratio par plus de 10 autres indicateurs qui nous apportent des informations complémentaires aux données modélisées.

Lettre rédigée le 21 mars 2023