

FOCUS MACRO : UNE TRÈS LONGUE ATTENTE

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse légèrement sur le mois en passant de 9,1 à 9,2. Ce mouvement s'explique par une faible hausse de la composante tendance alors que la partie niveau est identique au mois précédent. La quasi-totalité des facteurs est stable. Seul l'immobilier se distingue avec une note qui progresse de 6,6 à 7,6. Le PMI global composite baisse à la marge sur le mois en passant de 50,6 à 50,5. Même si la note indique toujours une économie en expansion, la probabilité d'un ralentissement à venir augmente de mois en mois. Ainsi, cette récession qui semble tant anticipée par les investisseurs reste encore pour l'instant une possibilité...

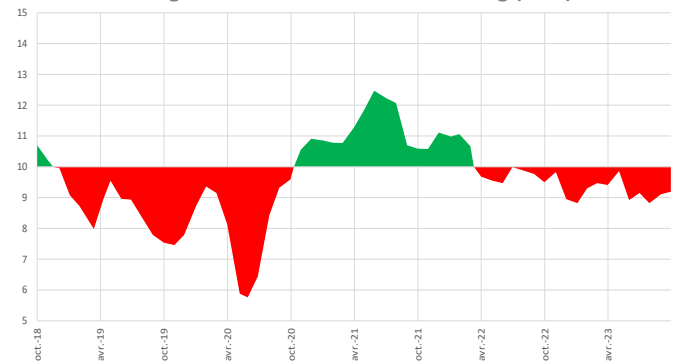
Au niveau pays, la note de la Chine progresse en passant de 8,2 à 9,5. Cette amélioration s'explique uniquement par la composante tendance qui s'améliore significativement depuis trois mois. Cette dynamique positive est globalement partagée par les différents facteurs à l'exception de l'immobilier qui connaît une correction importante durant l'été. La Chine ayant beaucoup déçu depuis trois ans, le rebond actuel demande à être confirmé. Les notes des autres principales zones (Etats-Unis, zone euro et Japon) baissent légèrement sur le mois. L'évolution de la note des États-Unis sera à suivre tout particulièrement car elle envoie des signaux relativement contradictoires depuis quelques semaines.

La Chine a été entre 1990 et 2020 le principal moteur de la croissance mondiale. Elle a profité de la mondialisation avec, en particulier, son adhésion à l'Organisation mondiale du commerce (OMC). Deux facteurs ont radicalement changé la situation : le Covid qui a mis fin à une mondialisation sans limite et une stratégie économique de la Chine génératrice de déséquilibre (crise immobilière, « shadow banking », faible gouvernance...). Dans ce contexte, le PMI composite pourrait rebondir à court terme mais cela serait temporaire. **Le rythme de croissance potentiel chinois se situe aujourd'hui entre 3% et 5% et non plus entre 5% et 7%.**

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) est stable (50%). Même si certains éléments comme les indicateurs avancés incitent à une certaine prudence, l'économie réelle continue de tenir avec en particulier une croissance américaine très robuste. Le scénario de croissance modérée reste dans ce contexte également stable avec une probabilité de 50%. Le scénario le plus positif (rebond important) apparaît comme impossible dans le contexte actuel. Sa probabilité se situe ainsi à 0%.

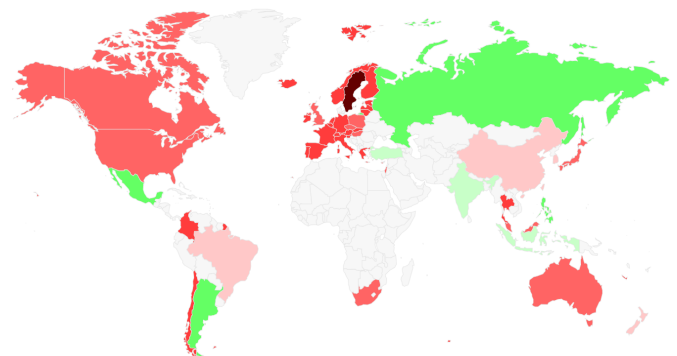
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données 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; FED Atlanta

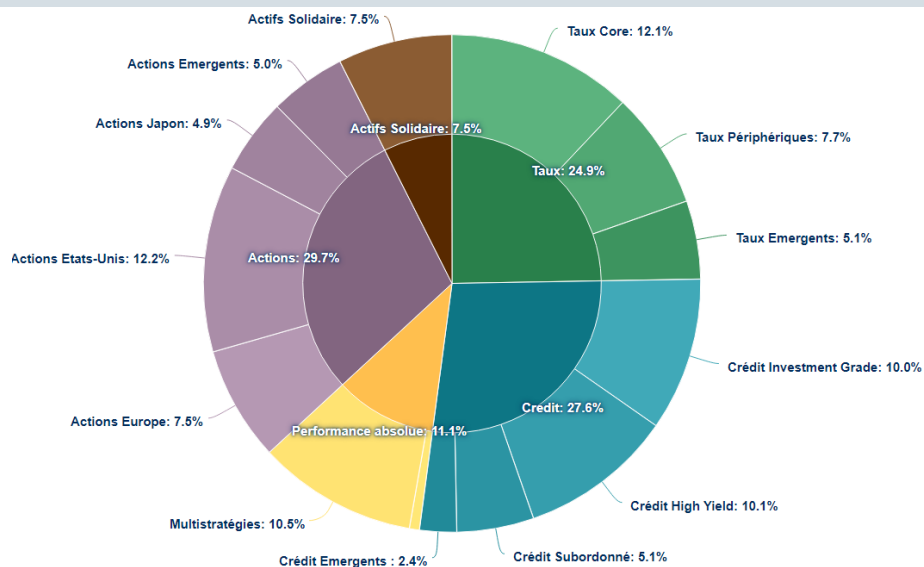
FOCUS ALLOCATION : LE YEN, UNE CONVICTION CONTRARIANTE

par Cyriaque DAILLAND

Au cours des trois dernières années, le yen a perdu plus du quart de sa valeur contre l'euro. La dépréciation du yen s'est construite en deux phases : le post covid (2020/2021) qui a entraîné la vente des actifs refuges dont le yen puis le retour de l'inflation (2021/2022) où la Banque centrale japonaise (BOJ) a maintenu une politique monétaire accommodante alors que les autres Banques centrales du G10 montaient de manière historique leur taux directeur. En 2024, la situation s'inversera avec une BOJ qui commencera à réduire son soutien monétaire alors que les autres Banques centrales seront « en pause » ou commenceront à baisser leur taux. Ainsi, le portage négatif entre le yen et les autres devises devrait progressivement se réduire au cours des prochains trimestres. De plus, le yen affiche un niveau de valorisation faible. En effet, en matière de parité de pouvoir d'achat, le yen apparaît aujourd'hui comme très attractif. Enfin, la devise japonaise est un instrument de protection en cas de retour de la volatilité, ce qui nous semble intéressant dans le contexte actuel à la fois au niveau économique que géopolitique. **En résumé, le yen a, de notre point de vue, pleinement sa place dans un portefeuille diversifié.**

Positions au 16/10/2023	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-	=	+	++		
CLASSES D'ACTIFS							
				Monétaire		↔	
			Obligations			↔	
			Crédit			↔	
			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	↔	

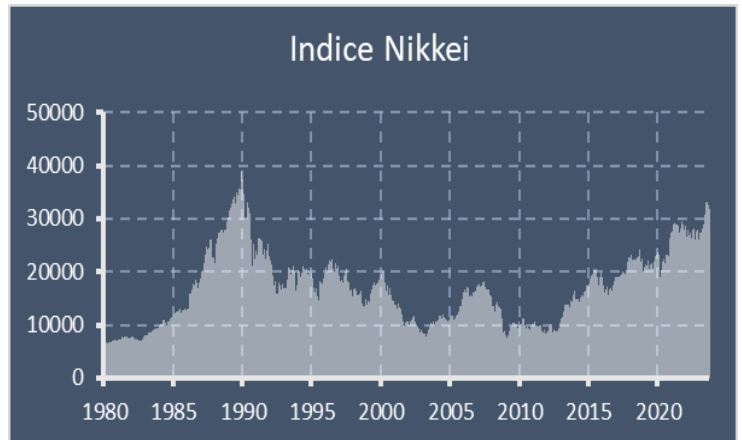
Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions ESG**. Le portefeuille est ainsi construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée avec une prise en compte systématique, dans son processus d'investissement, de critères extra-financiers.**



FOCUS MARCHÉ : JAPAN IS BACK

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Après plus de 30 années de cycles successifs de hausse et de baisse sans tendance bien durable, les actions japonaises semblent s'inscrire depuis quelques temps dans un mouvement de reprise qui s'est accéléré récemment et qui ramène les indices non loin de leur niveau records datant, rappelons-le, de décembre 1989. L'indice Nikkei touche son plus haut historique le 29 décembre 1989 lorsque la spéculation immobilière eu raison du miracle économique japonais et entraîné l'éclatement de la bulle qui s'était formée dans la fin des années 80. Il s'en est suivi d'une longue période de stagnation économique puis de déflation.



Ce n'est qu'en 2012, sous l'impulsion de Shinzo Abe avec la mise en œuvre des fameux « abenomics » que le marché actions s'est à nouveau orienté très positivement. En 2023, le phénomène semble s'accélérer. Les marchés actions sont tous, aujourd'hui encore, en territoire très positif sur

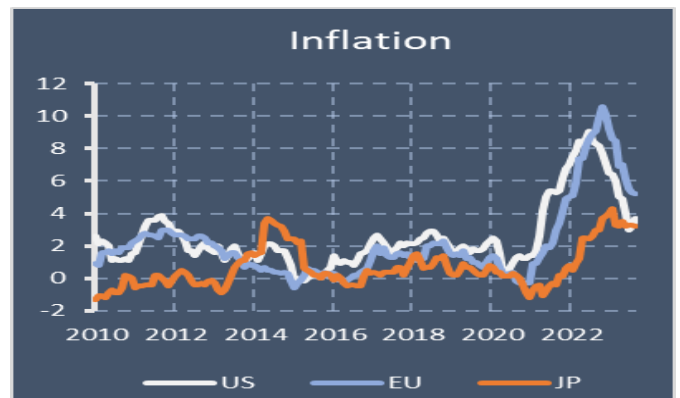
l'année en cours, mais le Japon se démarque avec une performance bien supérieure à celle de ses homologues américains, anglais ou européens. Il progresse de 22% lorsque la performance des principaux marchés développés s'échelonne entre 2 et 12%.

Ce comportement singulier du marché japonais n'est pas nouveau. Historiquement, le Japon offre une diversification dans les portefeuilles d'actions internationales car il jouit d'une corrélation significativement inférieure au marché mondial comparativement aux autres marchés.

Cette décorrélation qui aura été pénalisante pendant de nombreuses années en matière de performances joue plutôt en sens inverse ces derniers temps. En effet, l'économie japonaise jouit véritablement d'une dynamique propre qui peut l'amener parfois à être à contre-sens par rapport au reste du monde. C'est le cas actuellement et sur plusieurs aspects :

D'abord avec sa Banque centrale qui reste la seule au monde à maintenir une politique monétaire avec un taux directeur négatif (-0,10%), le nouveau gouverneur, Kazuo Ueda ayant d'ores et déjà fait comprendre qu'il ne changerait pas de cap.

Evidemment, la dynamique sur l'inflation est aussi un point de divergence. Au cours des derniers mois la BoJ n'a pas eu à lutter de la même façon que la FED ou la BCE pour juguler une inflation qui n'a jamais dépassé les 4.5%



Enfin, malgré une démographie pesante, la dynamique de croissance est aussi plutôt soutenue avec une légère accélération attendue pour 2023 alors qu'en Europe ou aux États-Unis, les attentes sont plutôt au ralentissement.

L'argument de la valorisation, reste en place. Tant en « price earnings » qu'en « price to book », une mesure souvent privilégiée pour apprécier la cherté des valeurs japonaises, les multiples restent raisonnables et se comparent très favorablement au reste du monde.

La faiblesse du Yen, entretenue par la politique monétaire qui semble être durablement accommodante, est aussi très favorable au marché des actions dont on sait qu'il est composé d'une forte proportion de valeurs exportatrices.

Enfin, on ne peut exclure non plus l'aspect géopolitique. Le Japon semble en effet assez à l'écart des risques liés au conflit entre l'Ukraine et la Russie.

Il n'empêche que le timing est toujours délicat, le marché japonais nous a habitué dans le passé à quelques faux départs, il convient donc de rester prudent. Et n'oublions pas non plus qu'il est devenu au fil du temps un marché relativement marginal dans le monde. Il ne pèse aujourd'hui qu'à peine plus de 6% alors qu'avant la bulle son poids dépassait les 40% de la capitalisation boursière mondiale.

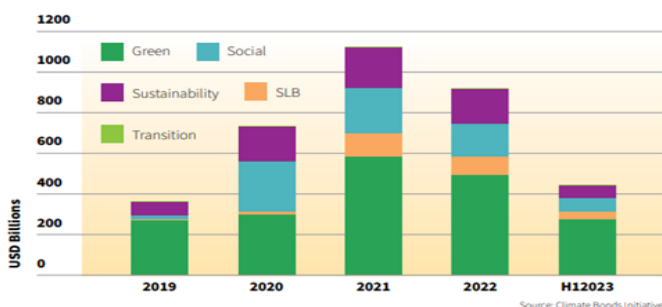
FOCUS ISR : ÉTAT DU MARCHÉ DE LA DETTE DURABLE EN 2022

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Climate Bonds Initiative produit chaque année une étude sur le marché de la dette durable. L'analyse couvre les obligations vertes, sociales, durables (ci-après GSS pour Green, Social & Sustainable), ainsi que les obligations liées à la durabilité (SLB—Sustainability Linked Bonds) et les obligations de transition, rassemblées sous l'acronyme GSS+.

Au premier semestre 2023, le stock de dette GSS+ a dépassé la barre des 4 000 milliards de dollars, dont 448 milliards de dollars émis ce dernier semestre soit une baisse de 15% par rapport au premier semestre 2022.

Cumulative aligned GSS+ volume reached USD4.2tn in H1 2023



En février 2022, le déclenchement de la guerre en Ukraine déstabilise les marchés. L'inflation, provoquée en partie par la flambée des prix de l'énergie ainsi que la hausse des taux d'intérêt touche l'ensemble du marché des émissions obligataires, alors en baisse.

Les émissions GSS+ sont aussi affectées par cette conjoncture. A la fin de l'année 2022, on notait déjà une baisse notable des encours. Les obligations GSS+ émises étaient de 858 milliards de dollars, soit une baisse de 24% par rapport à 2021.

Le thème social a connu la plus forte baisse en 2022, de 41% en glissement annuel. Pour financer le redressement post COVID-19, les émetteurs ne font plus appel au marché de la dette.

La France a été la principale source d'émissions d'obligations sociales en 2022, 24 entités de nationalité française réalisant des émissions de ce type. L'organisme gouvernemental CADES arrive en tête en matière de montants émis avec 50,6 milliards de dollars affectés à la sécurité sociale française.

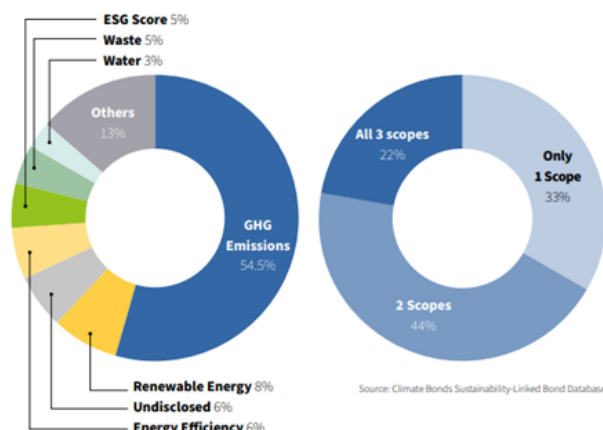
Bien que les émissions de green bonds continuent de dominer les émissions de GSS+, pour la première fois elles ont décliné de 16% en 2022. Les entités chinoises ont été les principales émettrices de dette verte en 2022, dépassant pour la première fois les États-Unis.

Par ailleurs, on note un essor des émissions d'obligations vertes qui dirigent les montants levés vers des projets de protection et de restauration de la biodiversité. En 2022, 60 obligations de ce type ont été émises, dont 46 en Europe.

Les SLB n'échappent pas à la tendance de 2022, leurs émissions ont diminué de 32% en partie dues à des conditions de marché défavorables et à une surveillance accrue des structures des SLB.

En effet ces instruments, lorsqu'ils sont adossés à des objectifs crédibles et ambitieux, peuvent constituer un puissant instrument de financement de la transition.

GHG targets are the KPI of choice for issuers; most include at least two scopes of emissions



Plus de la moitié des émetteurs ont choisi des objectifs d'émissions de GES comme indicateur clé de performance.

Parmi les SLB ayant ces objectifs, environ 67% couvraient les scope 1 et 2. En revanche, les objectifs adossés au scope 3 sont minoritaires. Cela est problématique pour les secteurs comme le pétrole et le gaz, l'agroalimentaire ou la finance où la majorité des émissions sont indirectes. Aucun des 5,4 milliards de dollars de SLB émis par le secteur pétrolier et gazier en 2022 n'incluait d'objectifs scope 3.

Au premier semestre 2023, les volumes des SLB continuent de décroître avec une baisse de près de 32% sur un an.

Climate Bonds a récemment publié sa méthodologie pour les SLB. Quant à l'alignement avec ces guidelines, ce semestre est le plus prometteur, les SLB alignés atteignant près d'un quart (24,8 %) du nombre total d'émissions.

Suite à cette analyse, Climate Bonds appelle toutes les parties prenantes du marché SLB à agir pour aligner la moitié de toutes les transactions SLB en 2023.

Lettre rédigée le 16 octobre 2023