

Lettre Stratégie d'Investissement

Juillet 2024

FOCUS MACRO : L'ECONOMIE AMERICAINE S'ESOUFFLE

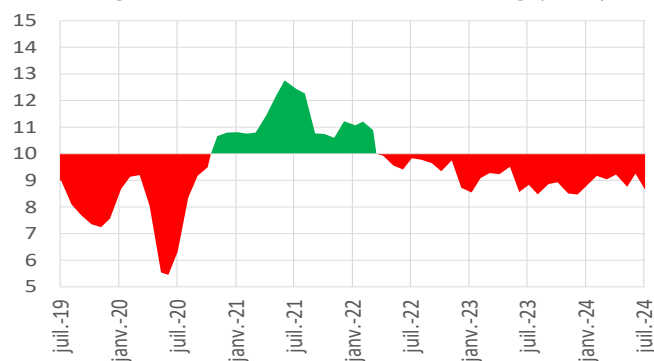
par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse de 9,3 à 8,7. Ce mouvement s'explique par une correction à la fois de la composante niveau et de la composante tendance. Au niveau des facteurs, la dynamique est globalement négative (indicateurs avancés, activités...) à l'exception de deux éléments (consommation et échanges). Les récentes publications économiques confirment notre scénario d'une perte de momentum de la croissance sans toutefois de décrochage. Cette analyse est confirmée au niveau du PMI global composite qui baisse en juin en passant de 53,7 à 52,9.

Le mois de juin se caractérise par une baisse importante de la note des Etats-Unis et de la Chine. Concernant l'économie américaine, la note passe sur la période de 8,5 à 7,7 du fait d'une baisse des facteurs indicateurs avancés et immobilier. Phénomène rare et inquiétant s'il venait à se confirmer, les Etats-Unis affichent en juin la moins bonne note parmi la trentaine des pays suivis. Du côté chinois, la baisse de la note est significative puisqu'elle évolue de 9,9 à 8,4. Ce mouvement s'explique principalement par une baisse des facteurs indicateurs avancés et activité. La zone euro et le Japon connaissent sur la période des variations relativement faibles de leur note.

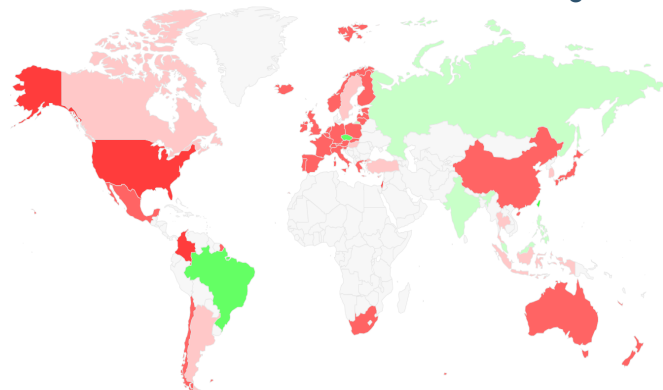
Après un premier trimestre de stabilisation, l'inflation américaine globale montre de nouveau une dynamique de normalisation. Cette tendance se retrouve au niveau de l'inflation « cœur ». Elle est ainsi passée au cours du second trimestre de 3,8% à 3,3%. Cette normalisation s'explique à la fois par une contribution négative des biens et une contribution de moins en moins positive des services du fait d'une croissance plus faible des salaires et d'un essoufflement de la composante immobilier. Dans ce contexte, la banque centrale américaine devrait pouvoir initier au moins une première baisse de taux en 2024.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso Longchamp AM, Bloomberg

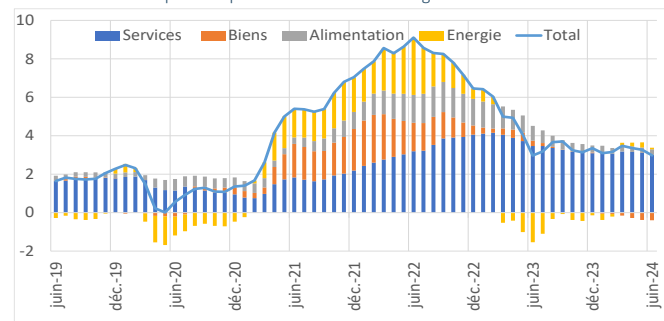
Carte du monde du Sanso Macro Screening



Source : Sanso Longchamp AM, Bloomberg

Le graphique du mois

Décomposition par facteurs de l'inflation globale américaine



Source : Sanso Longchamp AM, Bloomberg

La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) est de nouveau stable. Elle se situe à 65%. Même si la tendance des indicateurs avancés s'est détériorée, ces derniers restent sur des niveaux cohérents avec une croissance mondiale de 3%. De plus, un soutien monétaire des banques centrales G10 devrait se matérialiser au cours du second semestre. Dans ce contexte, la probabilité d'un scénario négatif (ralentissement limité pouvant se transformer en récession) reste à 30%. Le scénario positif (rebond important) affiche une probabilité de 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.

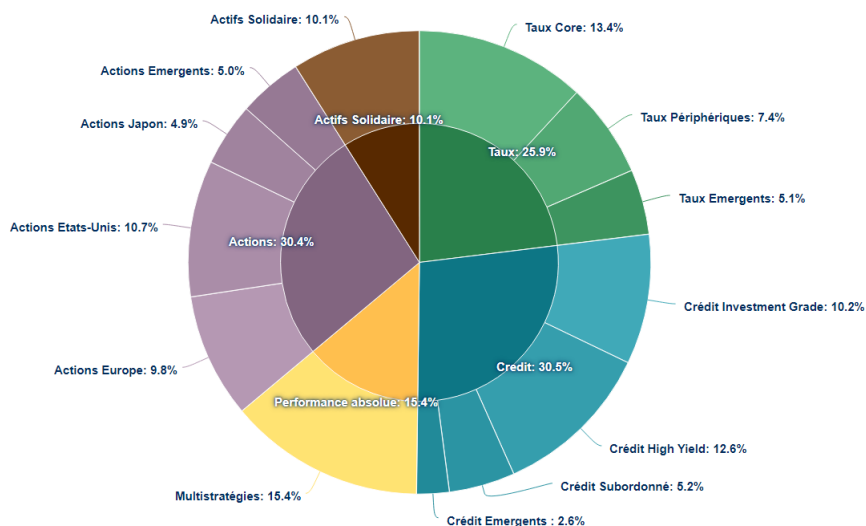
FOCUS ALLOCATION : LE RETOUR DES ACTIONS EUROPEENNES ?

par Cyriaque DAILLAND

Le début d'année impressionne par des performances nettement positives des marchés actions. Si, sur le premier trimestre, toutes les zones géographiques étaient orientées à la hausse, une plus forte hétérogénéité aura marqué le deuxième trimestre. En effet, alors que les actions américaines ont continué de progresser du fait de la dynamique positive des « 7 magnifiques », les autres zones géographiques affichent des performances proches de zéro. Ainsi, malgré des résultats en hausse, le niveau de valorisation des actions américaines est aujourd'hui élevé. **A l'inverse, les actions européennes avec un P/E de 12,7 apparaissent attractives. Même si l'aspect politique reste un risque pour l'Europe, cette zone géographique profite d'un faible positionnement des investisseurs, d'une dynamique économique favorable et d'une banque centrale assouplissant sa politique monétaire.** Dans ce contexte, nous avons donc fait évoluer la note des actions européennes de neutre à positif.

Positions au 23/07/2024	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, Eurozone
				Subordonnées		↔	Europe financières
			Emergents			↔	Amérique latine
ACTIONS							
				Europe		↔	
			Etats-Unis			↔	
			Japon			↔	
			Emergents			↔	
DEVISES vs EUR							
			USD			↔	
				JPY		↔	
			G10			↔	
			Emergents			↔	

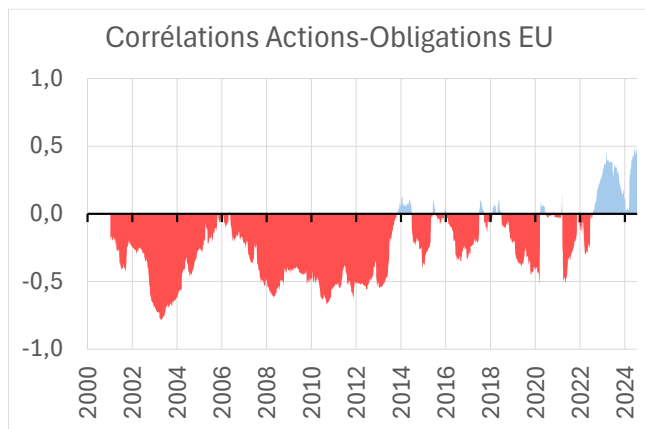
Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions ESG**. Le portefeuille est construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée** avec une prise en compte systématique de critères extra financiers.



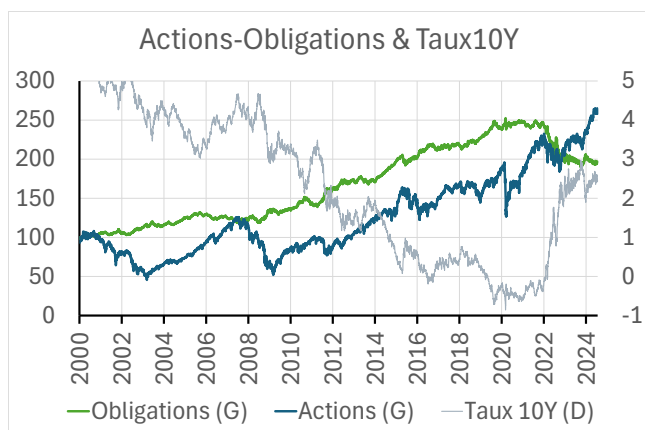
FOCUS MARCHÉ : EN RECHERCHE DE DIVERSIFICATION

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Le sujet de la corrélation entre les marchés actions et les marchés obligataires nourrit depuis de longues années la littérature et l'actualité financière. La théorie milite à ce que les taux d'intérêts influencent actions et obligations de la même façon pour la bonne raison qu'ils figurent au dénominateur des formules de valorisations relatives à ces deux classes d'actifs. Par conséquent, leurs indices représentatifs devraient montrer une corrélation positive au fil du temps. Mais l'histoire montre que la relation n'est pas toujours aussi triviale. Comme on peut le constater sur le graphique ci-dessous, montrant l'évolution de cette corrélation entre actions et obligations d'état européennes, celle-ci s'est trouvée pendant de longues années en territoire négatif et n'est revenue que très ponctuellement proche de zéro voire très légèrement positive.



Et pourtant, sur toute cette période marquée par une baisse régulière des taux longs, les indices ont réalisé une performance très voisine avant de diverger à nouveau à partir de 2022. Une corrélation qualifiée davantage la simultanéité des mouvements dans le temps qu'une tendance à moyen ou long terme.

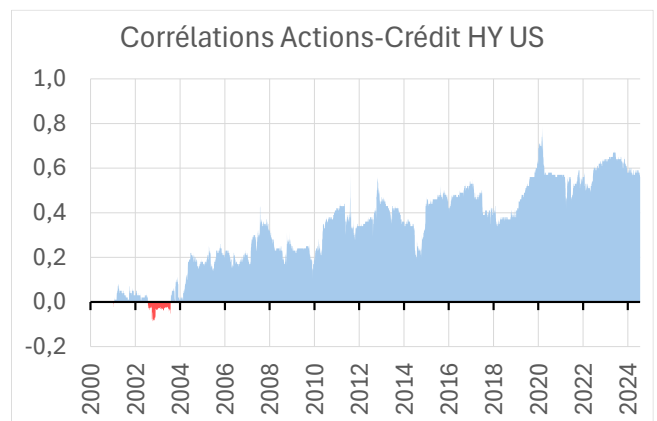


Cette longue période aura aussi permis l'essor de la gestion diversifiée qui a longtemps profité de cette déconnexion des grandes classes d'actifs. En effet, combiner des actifs décorrélés et à fortiori anti-corrélés permet de

réduire considérablement le risque des investissements, tant au niveau de la volatilité que des draw down.

Mais, naturellement, comme nous avons pu le vivre dès l'année 2022 avec la remontée des taux consécutive au choc d'inflation post covid, les classes d'actifs obligataires et actions se sont sensiblement recorrélées et l'intérêt de la diversification sur ces deux classes d'actif a disparu. Depuis deux ans nous sommes revenus dans une période où les deux grandes classes d'actifs évoluent de concert, avec des amplitudes et des tendances différentes mais avec une certaine forme de similitude qui rend peu efficace toute tentative d'allocation entre les deux.

Les gérants de fonds diversifiés ont anticipé ce mouvement en élargissant leur terrain de jeu et en introduisant notamment les différents segments du marché du crédit. Mais, comme l'analyse ci-dessous l'illustre, ces marchés n'ont jamais offert le même potentiel de diversification que les emprunts d'état et la recorrélation progressive de la classe d'actif avec les actions que l'on observe depuis plus de 20 ans n'est pas de nature à arranger les choses.



La gestion diversifiée doit donc se tourner vers d'autres sources de diversification. L'introduction de stratégies alternatives liquides semble être une solution efficace. Elles sont généralement construites avec cet objectif de décorrélacion vis-à-vis des classes d'actifs traditionnelles et calibrées sur des profils de risque plus précis et moins sujets au contexte économique. De plus, elles bénéficient depuis bientôt deux ans d'un moteur supplémentaire avec le retour de la rémunération du cash, non négligeable dans les périodes agitées.

Nous avons développé une solution alternative liquide avec Sanso MultiStratégies qui ambitionne de répondre à cette problématique de recorrélation des classes d'actifs obligataires avec les marchés actions. Avec une volatilité stable dans le temps et des drawdowns contrôlés, Sanso MultiStratégies apporte à nos allocations une performance positive et diversifiante.

FOCUS ISR : L'IMPACT RÉEL DE L'HYDROGENE BLEU SUR LE CLIMAT

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Le dernier rapport du *think thank* britannique Carbon Tracker examine le potentiel impact climatique du recours à l'hydrogène bleu c'est-à-dire de l'hydrogène produit à partir de gaz naturel tout en s'appuyant sur des technologies de captage, d'utilisation et de stockage du carbone (CCUS).

D'après l'Agence Internationale de l'Energie, la production d'hydrogène à faible teneur en carbone reste extrêmement marginale, représentant 0,6% de la production totale en 2023 en raison de son coût.

L'hydrogène bleu pourrait néanmoins se développer dans le but de réduire les émissions de certains secteurs comme l'aviation, le transport maritime ou la production d'acier. Le développement de cette technologie aurait pour corolaire une augmentation de la demande de gaz naturel.

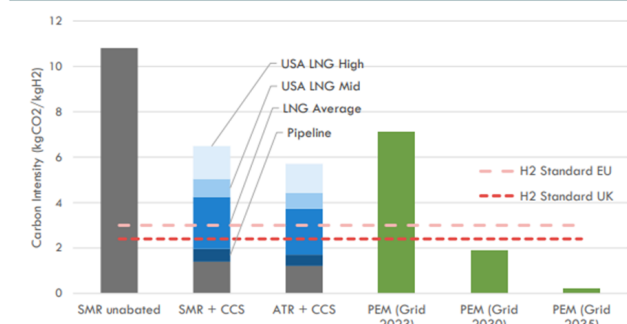
Toutefois, selon Carbon Tracker, l'impact de cette nouvelle demande sur le climat pourrait être considérablement sous-estimé en raison des émissions de la chaîne d'approvisionnement en gaz naturel, en particulier si le gaz est importé sous forme de gaz naturel liquéfié (GNL).

En effet, les émissions en amont de la production représentent plus de la moitié des émissions du cycle de vie des projets hydrogène bleu.

Ces dernières varient considérablement en fonction de l'origine du gaz naturel, des différents processus d'extraction (conventionnel, fracturation), du transport (gazoduc, transport de GNL) et des fuites dans l'ensemble de la chaîne d'approvisionnement.

Ainsi l'hydrogène bleu produit à partir de GNL importé pourrait émettre jusqu'à environ 2 fois plus que la norme européenne relative à l'hydrogène à faible teneur en carbone (LCHS).

FIG 10: COMPARISON OF THE CARBON INTENSITY OF HYDROGEN PRODUCTION PATHWAYS CONSIDERING VARIOUS NATURAL GAS SUPPLY SCENARIOS.



Source: Carbon Tracker (2024); SMR: Steam Methane Reformer; ATR: Autothermal Reformer; PEM: Proton Exchange Membrane electrolyser – Green hydrogen; For details on scenarios Table 1; Detailed results and assumptions available in Appendix Table 8.

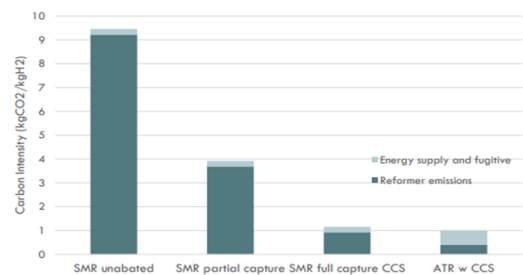
D'autre part la technologie utilisée pour produire l'hydrogène bleu joue également un rôle important.

Le SRM (reformage du méthane à la vapeur) et l'ATR (reformage autothermique) sont les deux principaux procédés utilisés pour produire de l'hydrogène.

Dans le cas du SMR, qui reste de loin la méthode la plus courante, le méthane réagit avec de la vapeur à haute température pour créer de l'hydrogène (H₂) et du dioxyde de carbone (CO₂). Le CO₂ est ensuite séparé de l'hydrogène et rejeté dans l'atmosphère (on parle alors d'hydrogène gris) ou bien capté et stocké ou réutilisé ce qui correspond à l'hydrogène bleu.

La plupart des projets SMR+CCS en cours ne capturent le CO₂ qu'à partir des gaz sortant du reformeur, ignorant ainsi les émissions associées à la production d'une haute température permettant d'obtenir les réactions chimiques souhaitées. Par conséquent, le captage partiel ne réduit les émissions que de 60%, alors que le captage total pourrait réduire celles-ci de 90%.

FIG 6: COMPARISON OF PROCESS EMISSIONS FOR NATURAL GAS-BASED HYDROGEN PRODUCTION PATHWAYS



Source: Carbon Tracker (2024); SMR: Steam Methane Reformer; ATR: Autothermal Reformer; Partial capture rate:60%.

L'ATR, qui permet de produire de l'hydrogène en combinant du gaz naturel et de l'oxygène, pourrait devenir la technologie de référence dans la mesure où elle permet de limiter les coûts liés à la capture du carbone, les émissions étant concentrées dans un réacteur unique.

Mais en définitive les projets d'hydrogène bleu produiront inévitablement des émissions provenant du CO₂ non capturé et des processus en amont. Bien qu'il soit possible d'atténuer ces émissions, certaines d'entre elles sont inévitables. Si les conditions pour un hydrogène bleu faiblement carboné ne peuvent être remplies, il serait préférable de privilégier l'hydrogène vert issu de sources renouvelables ainsi que des technologies alternatives de flexibilité, telles que le stockage d'énergie à long terme, les turbines à hydrogène vert et le pompage-turbinage de l'hydroélectricité.

Lettre rédigée le 25 juillet 2024

+33 1 84 16 64 36 – 17 rue de Chaillot, 75116 Paris

sanso-longchamp.com

Sanso Longchamp Asset Management, SAS au capital de 563 673€ enregistrée au RCS de Paris sous le n°535 108 369. Société de gestion agréée par l'AMF sous le N° GP-1100033 – www.amf-france.org. 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.

