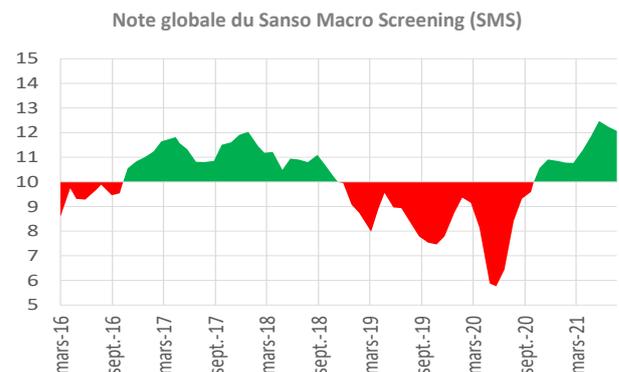


FOCUS MACRO : CROISSANCE ÉLEVÉE MAIS UNE DYNAMIQUE QUI S'INVERSE

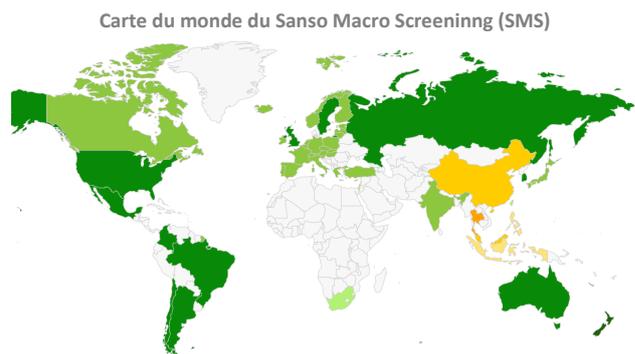
La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse sur le mois, ce qui était déjà le cas en juillet. Elle évolue ainsi de 12,2 à 12,1. La confirmation de ce mouvement montre que le point haut de l'activité mondiale a bien été dépassé. La note « activité » baisse en particulier de 12,8 à 12,0. A l'inverse, la note du facteur « indicateurs avancés » progresse de 12,4 à 13,0. Le retour à un rythme de croissance « normal » devrait donc être très progressive, en particulier si Joe Biden valide son plan sur les infrastructures. Enfin concernant le PMI composite global, ce dernier affiche un niveau de 55,7 sur la période ce qui reste, en absolu, élevé.

Au niveau géographique, les Etats-Unis affichent la meilleure note parmi les principales économies. La Chine se trouve aujourd'hui dans une situation complexe puisque son gouvernement cherche à gérer au mieux l'atterrissage de son économie afin d'éviter la formation de bulles. Les autorités souhaitent également s'engager dans des réformes structurelles de certains secteurs pour rééquilibrer le niveau de richesse entre les chinois... ce qui pourrait impacter l'activité à court terme. En Europe, c'est le développement du delta qui freine l'accélération économique apparue au 2^{ème} trimestre.

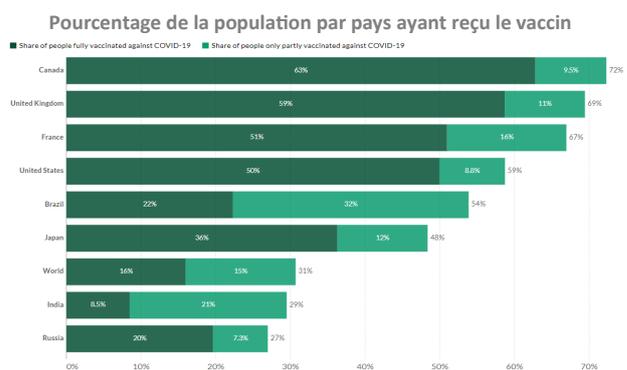
La vaccination progresse partout dans le monde. Le cas japonais démontre qu'il est possible d'aller très vite. Ainsi, le pourcentage de la population ayant reçu au moins une injection est passée de 3% le 30 avril à 48% le 10 août. Certains pays émergents comme le Brésil ou la Turquie ont plus de 50% de leur population qui ont reçu au moins une dose de vaccin. Même si l'immunité collective globale n'est pas encore pour demain, la dynamique est aujourd'hui positive. Le risque porte aujourd'hui principalement sur une mutation du virus qui pourrait entraîner une inefficacité des vaccins.



Source : Sanso IS, Bloomberg



Source : Sanso IS, Bloomberg



Source : Ourworldindate

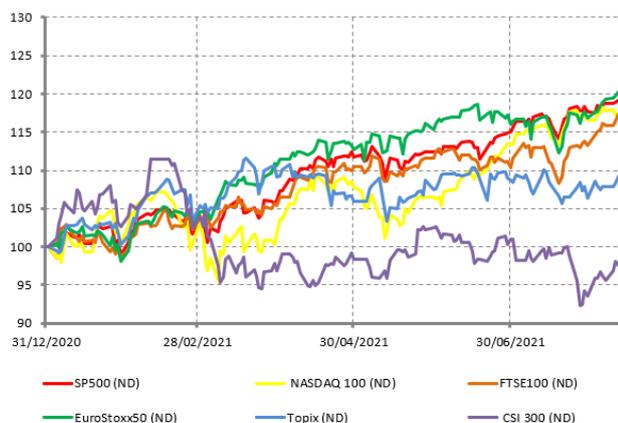
Le pic d'activité a clairement été dépassé, la probabilité d'une nouvelle forte accélération nous semble plus faible. Ce scénario passe ainsi de 45% à 30%. A l'inverse, la probabilité du scénario médian (croissance modérée) progresse de 30% à 50%. Enfin, la probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué) baisse de 25% à 20% car le niveau de vaccination de la population mondiale progresse rapidement et les récents chiffres d'inflation sont plutôt rassurants.

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 MARCHÉ : MARCHÉS ACTIONS

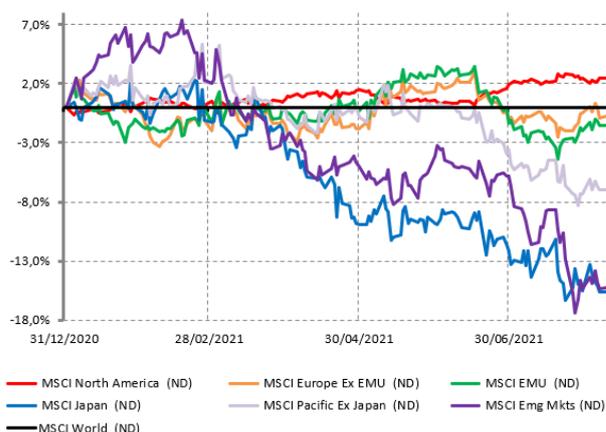
Après une légère correction mi-juillet, les marchés profitent de la torpeur estivales pour progresser calmement, portés essentiellement par les marchés américains et européens. Les marchés asiatiques et émergents, de leur côté, continuent de sous-performer le marché mondial, impactés par leur retard sur leur campagne de vaccination. Le Japon, mauvais élève de ce point de vue et affichant un retard de performance relative d'environ 15% depuis le début d'année, augmente ses efforts sur le nombre de personnes vaccinés depuis début août afin de rattraper ses homologues des pays développés.

Principaux Indices en Devises Locales



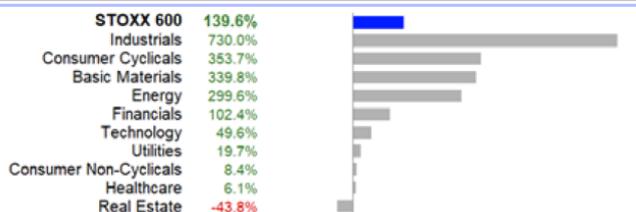
Source : SANSO IS, Bloomberg

Surperformance des indices MSCI régionaux en €

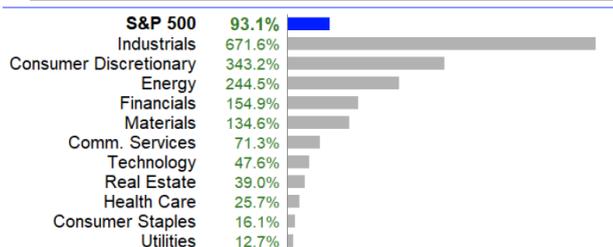


Du côté des publications de bénéfices pour le Q2 2021, l'effet de base de l'année 2020 permet aux entreprises, ayant pour le moment publié, d'afficher des résultats en forte hausse, que ce soit aux Etats-Unis comme sur le vieux continent. Ces résultats ressortent de plus en général significativement supérieur aux attentes, avec un facteur de surprise proche des 20% pour les deux zones géographiques. i.e. : aux Etats-Unis, une progression de 65% YoY était attendue au 1^{er} juillet 2021 contre 93% reportée.

STOXX 600 2021Q2 EARNINGS



S&P 500 2021Q2 EARNINGS



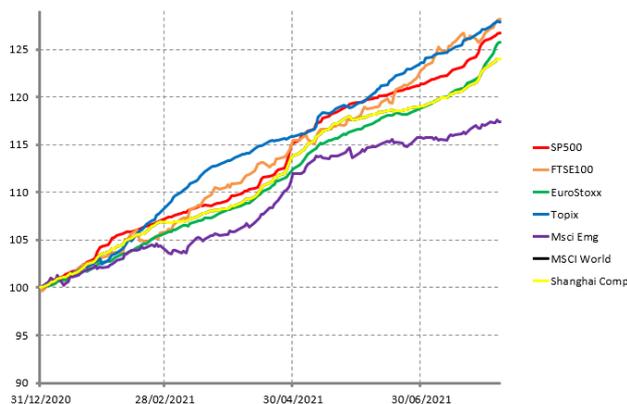
Source : Refinitiv

Cette saison de résultats, affichant des croissances bien plus forte qu'attendues, démontre une nouvelle fois les difficultés que peuvent avoir les analystes à établir des prévisions fidèles à la réalité depuis le début de cette pandémie.

Ces surprises positives poussent les analystes à réviser à la hausse leurs prévisions pour les prochaines publications, si bien qu'alors que les marchés continuent leur progression depuis le début de l'année, avec une hausse de près de 20% pour le MSCI World, leur niveau de valorisation est pourtant en léger repli.

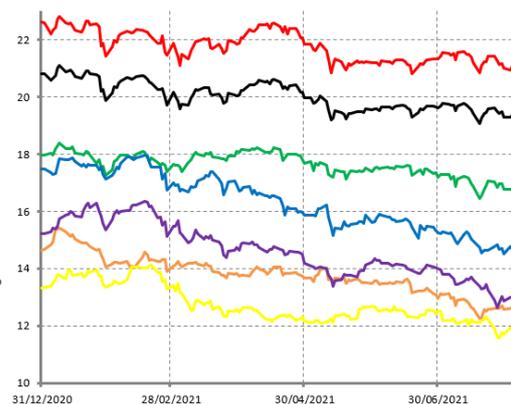
De telles marges entre résultats attendus et affichés pourront difficilement se reproduire sur les prochaines publications de bénéfices, et c'est alors que des niveaux de valorisation proches des 21 pourront paraître légèrement excessifs.

Dynamiques Bénéficiaires



Source : SANSO IS, Bloomberg

P.E.R. à 12 Mois

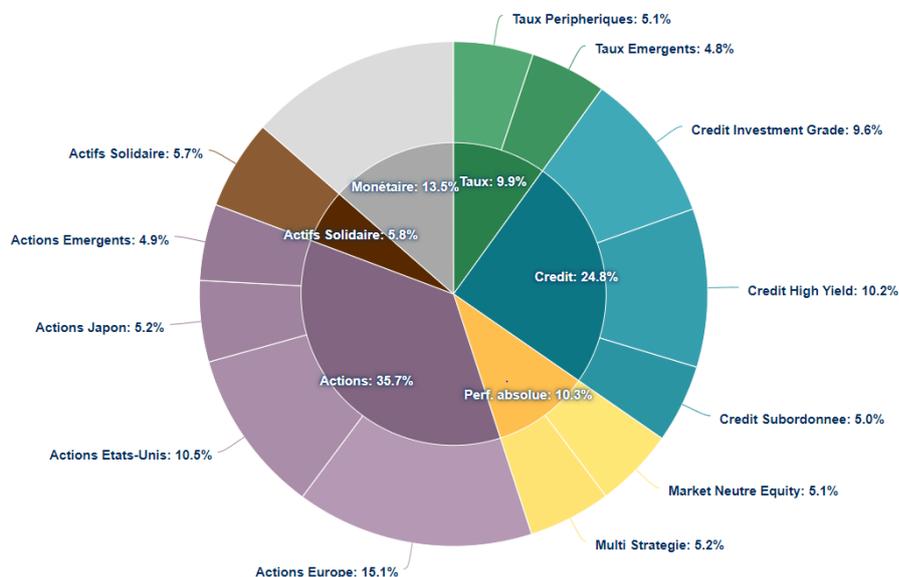


FOCUS ALLOCATION : EN ATTENDANT JACKSON HOLE...

Depuis 1982, la réserve fédérale de Kansas City organise chaque été un symposium économique, où sont notamment conviés les dirigeants des banquiers centraux du monde. Cet événement est l'occasion pour les spécialistes des politiques monétaires d'échanger sur des sujets souvent très techniques. Toutefois, depuis quelques années, cet événement est également particulièrement scruté par les investisseurs car les différents présidents de la banque centrale américaine ont parfois profité d'échanges publics pour donner certaines informations sur les prochaines évolutions de leur politique monétaire. Ainsi, au vu des derniers bons chiffres économiques (chômage, indicateurs avancés) et des données d'inflation montrant une stabilisation, **Jerome Powell pourrait fournir des indications sur la mise en place d'une réduction progressive du programme d'achat dans un premier temps et d'une hausse des taux directeurs dans un second temps.** Cette possible feuille de route sera sans aucun doute utile pour construire son allocation stratégique dès prochains mois. A l'heure actuel, en attendant Jackson Hole, nous maintenons une relative prudence dans notre allocation.

| | Très négatif | Négatif | Neutre | Positif | Très positif | Evolution | Stratégies privilégiées |
|------------------|------------------|---------------|--------------------------------|-----------------------------------|--------------|------------------|------------------------------|
| Classes d'actifs | | | | Monétaire | | → → → → | |
| Obligations | Core | Périphériques | | Emergents Hard Emergents Local | | → → → → | Grèce; Italie |
| Crédit | Investment Grade | | High Yield Emergents | Subordonnées | | → → → → | Cross over; faible sensi AT1 |
| Actions | | Etats-Unis | | Japon Emergents | Europe | → → → → | Petites capi; UK |
| 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 ISR : LES INVESTISSEURS ONT-ILS DES OBLIGATIONS LEGALES EN TERMES D'IMPACT ?

En 2005 le rapport *Un cadre légal pour l'intégration des questions environnementales, sociales et de gouvernance dans les investissements institutionnels* commandité par la branche finance du Programme des Nations-Unies pour l'Environnement et rédigé par le cabinet juridique Freshfields Bruckhaus Deringer avait marqué les esprits dans le monde de l'Investissement Socialement Responsable.

En effet, alors que certains avançaient à l'époque que la prise en compte des critères ESG allait à l'encontre de la responsabilité fiduciaire des investisseurs, **le rapport établissait au contraire que prendre en compte ces questions était une obligation légale** dès lors qu'elles pouvaient avoir un impact matériel sur la valeur des investissements.

Le cabinet concluait également que **dès lors que les bénéficiaires ou ayant-droits** de fonds de pension, assureurs ou autres investisseurs institutionnels **avaient exprimé de façon consensuelle des préférences ESG** celles-ci devaient être **intégrées** à la stratégie d'investissement.

Ce rapport avait grandement contribué à la généralisation des démarches d'intégration ESG chez les investisseurs institutionnels et au développement des *Principles for Responsible Investment (PRI)*.

Il est donc intéressant de se pencher sur les conclusions du nouveau rapport du cabinet Freshfields Bruckhaus Deringer *Un cadre légal pour l'impact*, publié en juillet 2021 et rédigé à l'initiative des PRI, de la branche finance du Programme des Nations-Unies pour l'Environnement et de la generation foundation présidée par Al Gore, l'ancien vice-président des Etats-Unis.

Le rapport définit l'investissement à impact comme un **investissement réalisé avec l'intention de générer un impact mesurable et en rapport avec des objectifs internationaux** tels que les Accords de Paris ou les Objectifs de Développement Durable que cet impact soit direct ou obtenu en influençant les entreprises financées.

En outre le rapport établit une distinction entre les impacts « instrumentaux » qui, outre leurs bénéfiques en termes de développement durable, contribuent à l'atteinte des objectifs financiers de l'investisseur et les impacts « ultimes » qui sont recherchés uniquement pour leur bénéfice environnemental ou social..

En partant de ces définitions **le cabinet a étudié ce qui est autorisé ou requis par la loi en termes d'investissements à impact dans 11 juridictions** parmi lesquelles l'Union Européenne, la France, les Etats-Unis, la Chine ou encore le Brésil.

Le rapport conclut que **la recherche d'impacts « instrumentaux » constitue une obligation légale pour les investisseurs institutionnels** dans la mesure où elle est alignée avec la poursuite d'objectifs financiers qui sont définis par la loi comme le principal ou le seul objectif des investisseurs selon les juridictions.

La recherche d'impacts « ultimes » n'est, dans la grande majorité des cas, pas en contradiction avec les obligations légales des investisseurs et peut être mise en œuvre en parallèle des objectifs financiers. Il est également possible de faire de ce type d'impact une obligation légale lorsque les investisseurs et les bénéficiaires ou ayant-droits l'ont préalablement décidé.

Le rapport formule également des recommandations destinées aux législateurs visant à faciliter la mise en œuvre de stratégies d'impact par les investisseurs. Selon le rapport **les législateurs doivent notamment veiller à ce que les investisseurs puissent facilement exercer leurs droits de vote et aient accès à des informations harmonisées et auditées sur l'impact des entreprises sur l'environnement et la société** et sur la manière dont certains phénomènes comme le changement climatique impactent entreprises.

Enfin **le rapport recommande également la création de labels permettant de distinguer les produits d'impact des produits durables et responsables** en faisant reposer ces labels sur des cahiers des charges exigeants et adaptés aux spécificités de ces produits.

Si les travaux de Freshfields Bruckhaus Deringer sur l'impact n'auront peut-être pas la même portée que ceux de 2005 **ils contribuent à nouveau à clarifier le cadre législatif dans lequel évoluent les investisseurs sur le plan extra-financier** et mettent en avant de possibles évolutions de la réglementation susceptibles de favoriser le développement de l'impact, une forme d'Investissement Socialement Responsable de plus en plus plébiscitée par les investisseurs.

Lettre rédigée le 16 août 2021