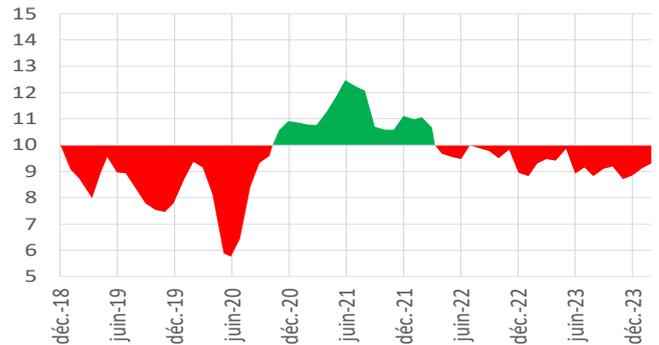


FOCUS MACRO : UNE ÉCONOMIE MONDIALE SANS VÉRITABLE TENDANCE

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse en passant de 9,2 à 9,0. Ce mouvement s'explique par une correction de la composante tendance alors que la composante niveau connaît une légère amélioration. Cette opposition entre ces deux composantes s'explique par une reprise économique en cours, mais qui montre déjà des signes d'essoufflements. La quasi-totalité des notes des différents facteurs est stable à l'exception de la note de la consommation. Celle-ci connaît une baisse significative (10,2 à 9,0). L'environnement économique actuel reste cohérent avec une croissance mondiale modérée pour 2024... sous réserve que la FED puisse bien baisser son taux directeur cette année.

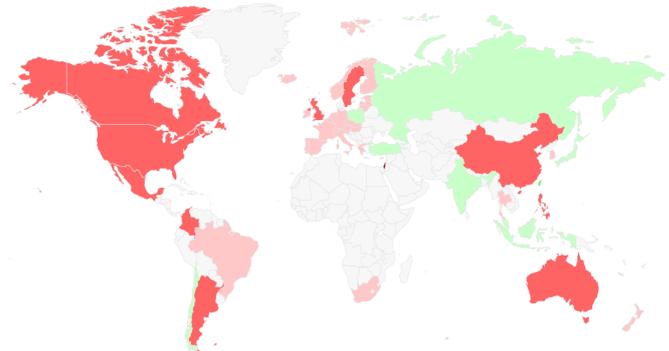
Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le mois de février a été caractérisé par une forte hétérogénéité en termes de dynamique parmi les principales économies. D'un côté, les Etats-Unis affichent une baisse de leur note de 9,1 à 8,3. Cette correction s'explique par les facteurs « indicateurs avancés » et « activité économique ». La Chine connaît également une baisse de sa note avec un passage de 9,7 à 8,8 du fait du facteur « consommation ». De l'autre côté, la zone euro montre une dynamique positive puisque sa note passe de 8,2 à 9,3. Cette amélioration est relativement bien partagée par les différents facteurs. Le pire semble être passé pour cette zone. Enfin, le Japon affiche une note supérieure à 10 (10,9), en progression de 1,1 sur le mois.

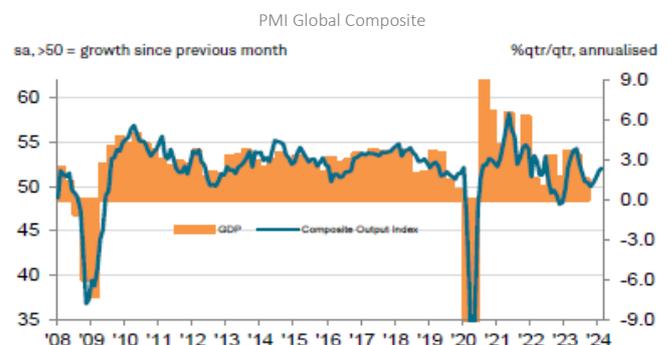
Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le PMI global composite se situe au mois de février à 52,1. En octobre 2023, cet indicateur était à 50, soit la frontière exacte pour l'économie mondiale entre expansion et ralentissement. Depuis cette date, la zone euro a connu une amélioration importante de son PMI puisqu'il a progressé de 46,5 à 49,2. La dynamique est similaire en Chine avec un passage, sur la même période, de 50 à 52,5. Ces deux économies devraient donc être des moteurs de l'activité en 2024. Les Etats-Unis, de leur côté, envoient des signaux moins clairs au niveau du PMI laissant anticiper une croissance 2024 moins élevée que 2023.

Le graphique du mois



Source : S&P Global

La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) reste importante (60%). Avec des indicateurs avancés toujours correctement orientés et des baisses de taux à venir, l'économie mondiale semble être prête pour un plateau. Ainsi, la croissance mondiale 2024 se situerait autour de 3%, soit le même niveau qu'en 2023. La probabilité du scénario négatif (ralentissement limité pouvant se transformer en récession) se situe à 40%. Le scénario le plus positif (rebond important) affiche toujours une probabilité de 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.

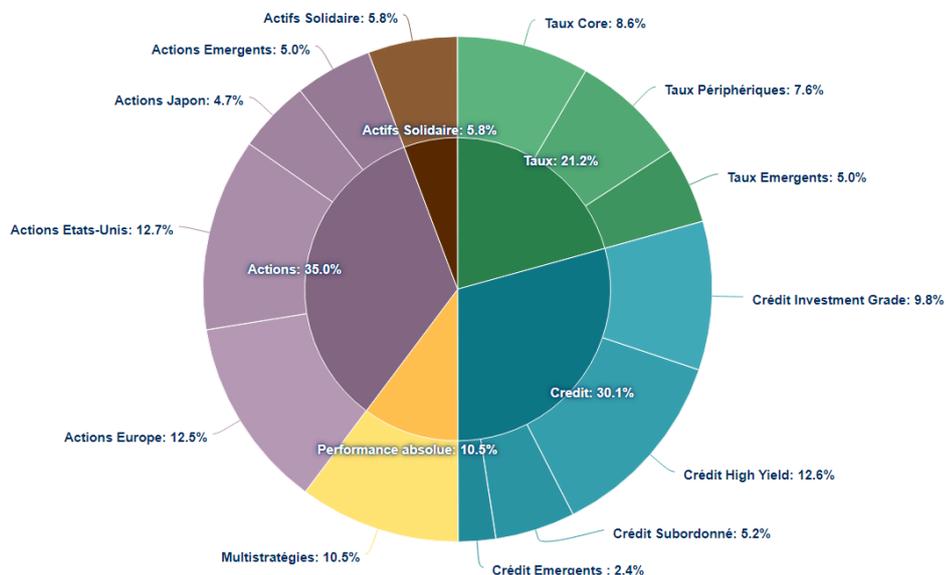
FOCUS ALLOCATION : UNE CORRÉLATION ACTIONS / TAUX VOLATILE

par Cyriaque DAILLAND

Le début d'année 2024 semble surprenant en termes de corrélation entre les actions et les obligations. D'un côté, les taux souverains augmentent de nouveau alors que les indices actions connaissent des nouveaux plus hauts. En 2022, dans le cas d'une hausse des taux, les actions étaient systématiquement orientées à la baisse. La décorrélation actuelle entre ces deux classes d'actifs est-elle durable dans le temps ? D'un point de vue conjoncturel, le dernier trimestre 2023 a été un moment de forte baisse des taux et le rebond actuel est en réalité une simple normalisation des excès de cette classe d'actifs. **D'un point de vue structurel, le niveau absolu des taux peut justifier un changement de paradigme.** En effet, une hausse de 0,5% sur une base de 4% n'a pas le même impact que la même hausse de taux sur une base de 1%. Ainsi, la sensibilité des taux a des mouvements étant aujourd'hui plus faible, la corrélation entre actions et obligations devrait être orientée à la baisse... sauf si les mouvements sur les taux devenaient de nouveau extrêmes par rapport au niveau actuel.

| Positions au 18/03/2024 | 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 | | | ↔ | |
| 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 ISR : COMMENT SONT MESURÉES LES ÉMISSIONS DE GAZ À EFFET DE SERRE DES ENTREPRISES ?

par Edmond SCHAFF, Yaël LE SOLLIEC et Marie VAN DER PUJIL

Le niveau des émissions de gaz à effet de serre d'une entreprise, leur évolution historique ainsi que les mesures prises par l'entreprise pour les réduire dans l'avenir et les aligner sur les objectifs de l'Accord de Paris pour le climat constituent des éléments clés de l'analyse environnementale d'une société.

De ce fait, plus de 5200 sociétés cotées publient des informations relatives à tout ou partie de leurs émissions de gaz à effet de serre et différentes agences de notation ESG proposent des estimations lorsque ces données ne sont pas publiées ou sont incomplètes.

Toutes ces données se basent sur le cadre méthodologique établi par le Greenhouse Gas Protocol (GHG Protocol), une organisation non gouvernementale créée en 2001 à l'initiative du World Resources Institute (WRI) et du World Business Council for Sustainable Development (WBCSD).

Le GHG Protocol a notamment défini les Scope 1, 2 et 3 et leur périmètre. Il prend en compte non seulement les émissions de dioxyde de carbone (CO₂) mais également celles des autres gaz à effet de serre couverts par le protocole de Kyoto à savoir le méthane (CH₄), le protoxyde d'azote (N₂O), l'hexafluorure de soufre (SF₆), les hydrofluorocarbures (HFCs) et les perfluorocarbures (PFCs).

Le GHG Protocol a établi des facteurs de conversion entre ces gaz à effet de serre et le CO₂ ce qui permet aux investisseurs et aux entreprises de travailler à partir d'une métrique unique la tonne équivalent CO₂.

A titre d'illustration, une tonne équivalent CO₂ correspond aux émissions par passager d'un vol Paris New-York ou à un trajet de 8000 km en voiture diesel.

Le Scope 1 couvre les émissions directes d'une entreprise. Celles-ci peuvent être liées à sa flotte de véhicules, à l'utilisation de combustibles fossiles dans ses usines, à des réactions chimiques se produisant lors de la production de certains matériaux comme le ciment, à l'exploitation d'un cheptel de ruminants ou encore à des fuites de liquides frigorigènes des chambres froides.

Le scope 2 couvre les émissions de l'entreprise relatives à ses achats d'électricité et de chaleur. Il s'agit donc d'une partie des émissions liées aux fournisseurs directs de l'entreprise.

Il peut être calculé en se basant sur le mix énergétique moyen du pays ou de la région de consommation et est alors dit « location-based » ou en se basant sur des contrats spécifiques signés avec les fournisseurs visant par exemple à obtenir 100% d'électricité produite à partir d'énergies renouvelables. Il est alors dit « market-based ».

Le Scope 3 regroupe toutes les autres émissions liées à la chaîne de valeur de l'entreprise et à l'utilisation de ses produits. Il représente généralement la très grande majorité des émissions d'une entreprise avec toutefois des disparités importantes selon les secteurs.

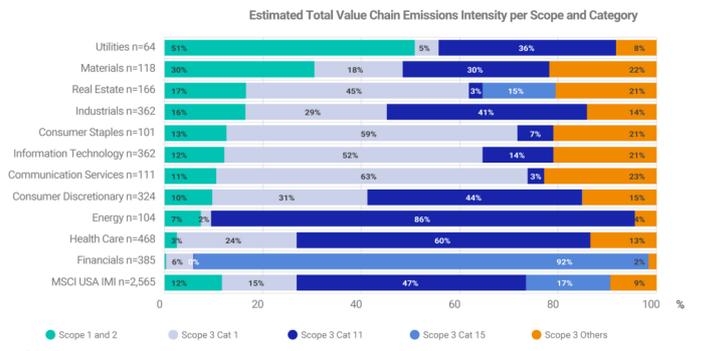
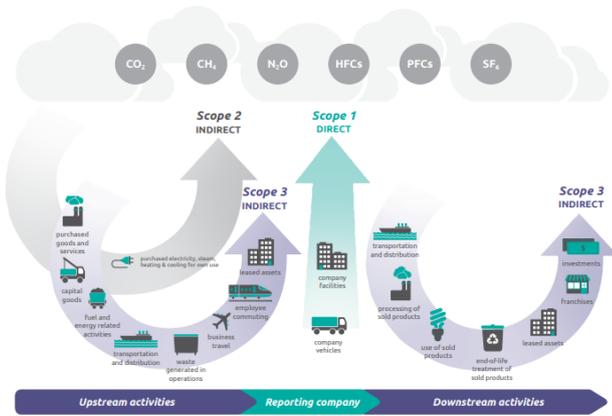


Figure [1.1] Overview of GHG Protocol scopes and emissions across the value chain



Le GHG Protocol distingue au total 15 catégories d'émissions Scope 3. Certaines interviennent en amont de l'activité de l'entreprise comme par exemple les émissions liées à la production de l'acier utilisé par les constructeurs automobiles. On parle alors de Scope 3 upstream.

D'autres interviennent en aval de l'entreprise comme celles des véhicules à essence lors de leur utilisation ou celles liées aux projets financés par les banques. On parle alors de Scope 3 downstream.

FOCUS ISR : QUELLES SONT LES DIFFICULTÉS LIÉES À LA PRISE EN COMPTE DU SCOPE 3 ?

par Edmond SCHAFF, Yaël LE SOLLIEC et Marie VAN DER PUIJL

Les émissions Scope 3 sont évidemment essentielles pour comprendre l'impact d'une entreprise sur le climat et les risques et opportunités climatiques et de transition associés à son activité mais ce sont également les plus difficiles à mesurer étant donné leur caractère indirect et la complexité des chaînes d'approvisionnement et des gammes de produit des entreprises cotées.

Ainsi, selon une étude conduite par le BCG en 2022 sur 1600 entreprises, 10% d'entre elles seulement évaluent la totalité de leurs émissions Scope 3.

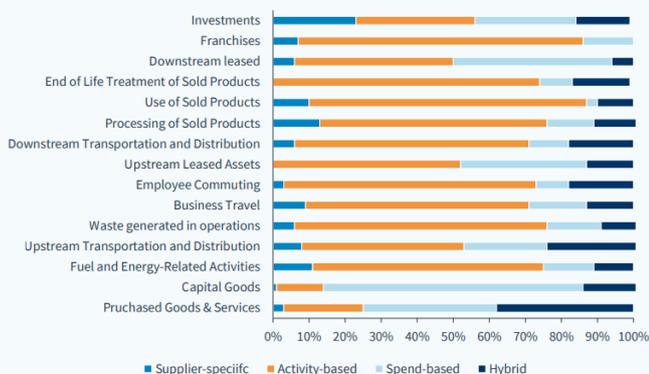
Ce pourcentage va probablement augmenter de façon très significative dans les années qui viennent puisque la Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) mise en place par l'Union Européenne et qui devrait concerner environ 50 000 entreprises exige de celles-ci qu'elles publient leurs émissions Scope 3.

Toutefois, à ce stade, lorsque ces données sont absentes les investisseurs doivent s'appuyer sur des estimations réalisées par les agences de notation ESG qui se basent sur différents modèles comme l'analyse en cycle de vie, les matrices entrées-sorties ou tout simplement sur des moyennes sectorielles.

Des divergences significatives peuvent donc exister entre les différents fournisseurs de données selon la méthode utilisée.

Ces divergences ne disparaîtront pas nécessairement avec la publication de données par les entreprises puisque celles-ci sont elles-mêmes susceptibles d'utiliser différentes méthodes pour calculer leurs émissions scope 3 même si la majorité des sociétés utilisent une méthode basée sur l'activité selon une récente étude de Kepler-Chevreux.

Chart 15: Most companies are using the activity-based method for their scope 3 emissions calculations



Source: SBTi, Kepler Chevreux

D'autre part, les possibilités pour l'entreprise d'agir directement sur son Scope 3 dépendent en grande partie de son secteur d'activité.

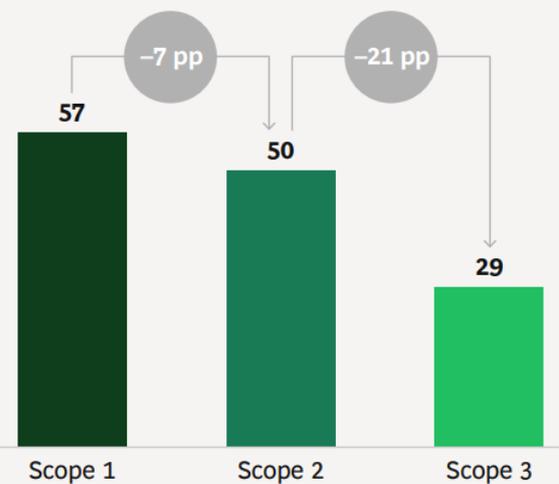
Ainsi une société produisant du pétrole et du gaz peut réduire les émissions associées à l'utilisation de ses produits par exemple en réorientant son activité vers les énergies renouvelables.

En revanche, une entreprise produisant des équipements ayant besoin de courant électrique pour fonctionner peut difficilement avoir un impact sur le mix énergétique des pays dans lesquels ses produits sont vendus et donc sur une grande partie des émissions liées à l'utilisation de ses produits.

De même, si les entreprises peuvent avoir une influence sur leurs fournisseurs directs réussir à avoir un impact sur les fournisseurs indirects peut s'avérer plus complexe.

C'est pourquoi les entreprises ont plus de difficultés à se fixer des objectifs de réduction de leurs émissions Scope 3 comme le montre l'étude conduite par le BCG en 2022.

Companies that measure the relevant scope and have defined targets (%)



Les investisseurs doivent tenir compte de l'ensemble de ces éléments complexes lors de leur évaluation des politiques climat des entreprises ce que nous nous efforçons de faire au travers de notre stratégie Smart Climate.

Lettre rédigée le 18 mars 2024

SANSO^{IS}
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 563 673 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 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.