

FOCUS MACRO : UNE VISIBILITÉ DE PLUS EN PLUS FAIBLE

par Cyriaque DAILLAND

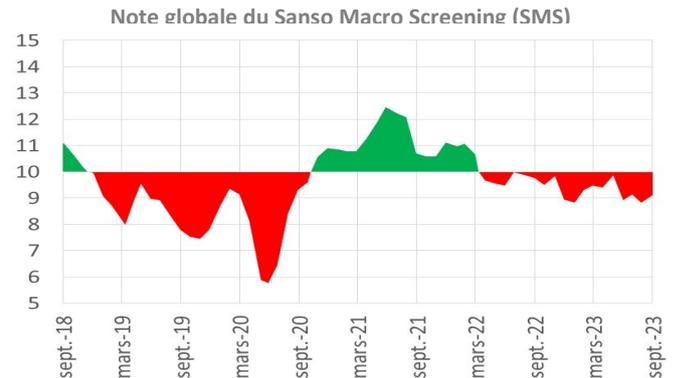
La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse sur le mois en passant de 8,8 à 9,1. Cette hausse s'explique par un rebond de la composante tendance alors que la partie niveau est stable. La quasi-totalité des facteurs ont des notes se situant autour de 9. Seul l'immobilier se distingue avec une note de 6,6 confirmant que la hausse généralisée des taux a eu un impact direct sur ce secteur. Le PMI global composite continue de baisser sur le mois en passant de 51,6 à 50,6. Bien qu'il indique encore une expansion de l'activité, le seuil de 50, synonyme de ralentissement, est très proche. En résumé, l'économie mondiale continue de ralentir sans véritablement décrocher...

Au niveau pays, la note des États-Unis continue de progresser en passant de 7,8 à 9,1. Cette note reste inférieure à dix mais la composante tendance est aujourd'hui bien orientée. Ce sont les facteurs activités et échanges qui rebondissent le plus sur la période. Les données réelles publiées durant l'été ont montré une économie robuste qui peut surprendre... Néanmoins, une amélioration des indicateurs avancés sera nécessaire pour valider un scénario de retournement durable de la tendance. La note des autres principales zones est relativement stable. L'évolution de la note de la Chine sera à suivre tout particulièrement car après des mois de déception, la tendance semble légèrement s'améliorer.

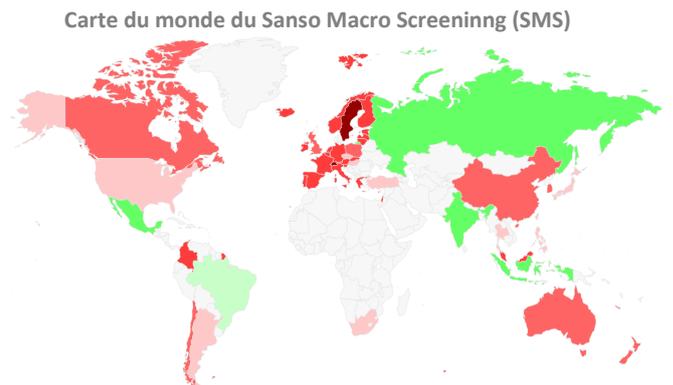
La Banque centrale américaine (FED) reste concentrée sur son principal objectif : le retour de l'inflation à un niveau de 2%. La FED s'est donc lancée dans une suite de hausses de taux afin de briser les deux jambes de l'inflation : l'immobilier et les salaires. Du côté du premier, la situation semble aujourd'hui relativement sous contrôle. Au niveau des salaires, comme nous pouvons le voir sur le graphique à droite, la hausse est beaucoup moins violente qu'il y a quelques trimestres... Il est toutefois nécessaire que la progression des salaires revienne entre 3% et 4% pour que la FED considère son combat contre l'inflation comme gagné.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) est en hausse. Elle progresse de 45% à 50%. Cette évolution s'explique par des indicateurs avancés en baisse et un ralentissement de moins en moins rapide de l'inflation globale. Le scénario de croissance modérée est pour sa part stable avec une probabilité de 50%. Le scénario plus positif (rebond important) apparaît comme impossible dans le contexte actuel. Sa probabilité se situe ainsi à 0% contre 5% il y a deux mois.

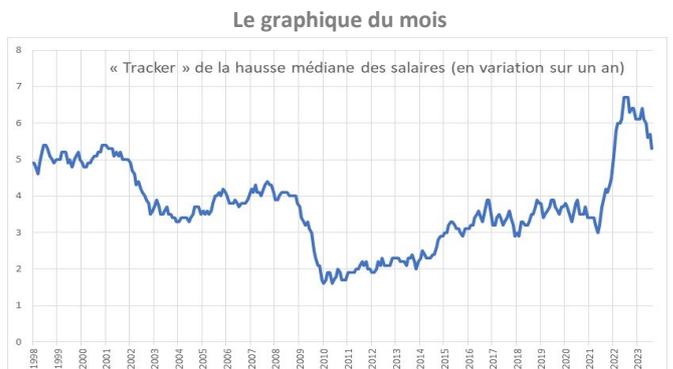
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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



Source : Sanso IS, Bloomberg



Source : Sanso IS, Bloomberg



Source : Sanso IS; FED Atlanta

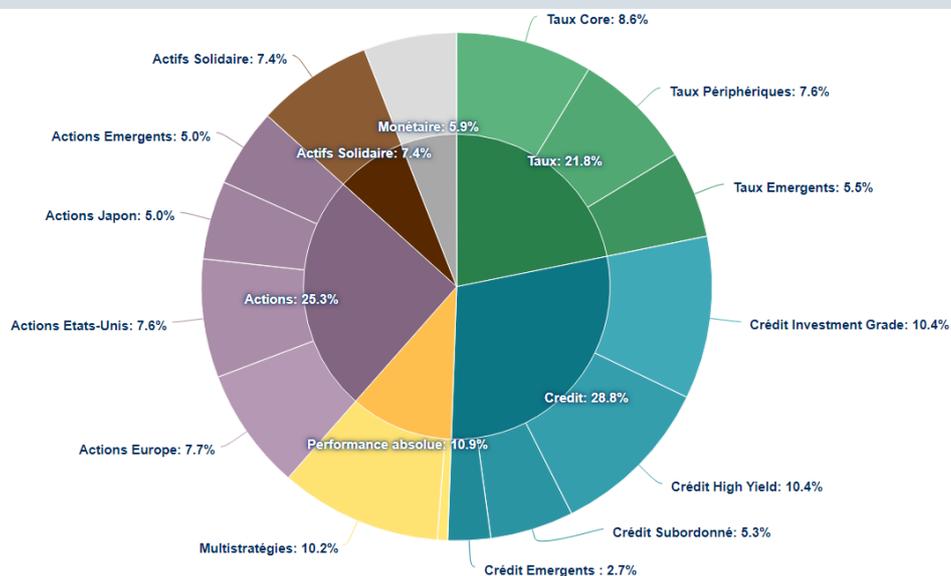
FOCUS ALLOCATION : UNE PRÉFÉRENCE POUR LES ACTIONS AMÉRICAINES

par Cyriaque DAILLAND

Au niveau des marchés actions, les États-Unis offrent le meilleur couple performance/risque parmi les différentes zones géographiques pour un investissement à horizon 6/12 mois. Le premier facteur favorable aux actions américaines concerne les résultats des entreprises. Depuis le début de l'année, les surprises sont certes positives au niveau des résultats mais ces derniers restent en absolu inférieurs par rapport à la moyenne historique. La situation devrait s'améliorer à ce niveau puisque le consensus anticipe une croissance des bénéfices de +2% au troisième trimestre et +11% au quatrième trimestre. Le second élément soutenant les actions américaines est la résilience actuelle de l'économie américaine. Ainsi, les États-Unis éviteront normalement une récession à horizon 6/12 mois. Le dernier point favorable est le profil du marché américain qui allie des entreprises uniques au monde (Apple, Google...) avec des petites et moyennes capitalisations affichant des niveaux de valorisations relativement faibles. Ces différents éléments justifient de notre point de vue pourquoi les États-Unis sont plus attractifs que les autres zones géographiques, en particulier l'Europe où les résultats d'entreprises à venir devraient être nettement négatifs.

| Positions au | 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**.



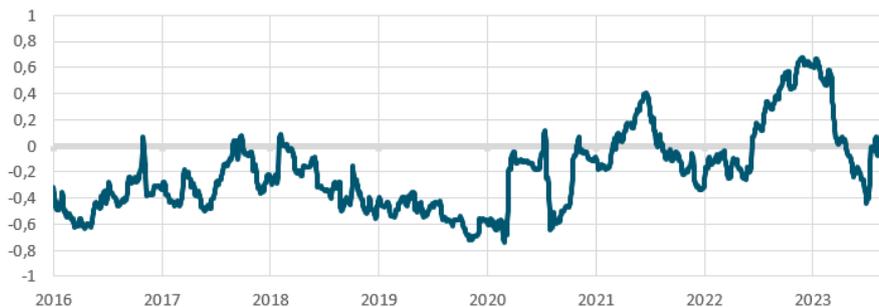
FOCUS MARCHÉ : MAIS OÙ VA LA CORRÉLATION ACTIONS / OBLIGATIONS ?

par Michel MENIGOZ, François FONTAINE et Matthieu BARRAILLER

La question de la corrélation entre les actions et les obligations suscite actuellement des préoccupations importantes dans le domaine de la gestion de portefeuille.

Après une année 2022 marquée par une recorrélation entre ces deux classes d'actifs, posant quelques défis aux fonds diversifiés, l'année 2023 semblait initialement se diriger vers un retour à une corrélation négative, plus classique pour les marchés financiers. Cependant, au cours des dernières semaines, nous observons de nouveau une re-corrélation entre ces deux actifs.

Corrélation Actions/Obligations



La corrélation revêt une importance cruciale dans la gestion de portefeuille diversifiée. La notion de frontière efficiente, introduite par Markowitz, met en évidence l'impact de la corrélation sur le couple performance-risque d'un portefeuille. Si nous prenons, par exemple, le cas du portefeuille Sanso Convictions ESG, composé à hauteur de 35% d'actions et 65% d'obligations, une recorrélation entre ces actifs pourrait entraîner une augmentation significative du risque du portefeuille.

Sans une gestion active de son allocation, le passage d'une corrélation Actions-Obligations de -0.5 à $+0.5$ telle que nous l'avons observée ces dernières semaines aurait eu un impact de près de 65% sur la volatilité du portefeuille et doublerait la perte maximale potentielle, représentée par le maximum-drawdown. C'est pourquoi il est impératif de surveiller de près la corrélation entre ces deux types d'actifs pour assurer une diversification de portefeuille efficiente.

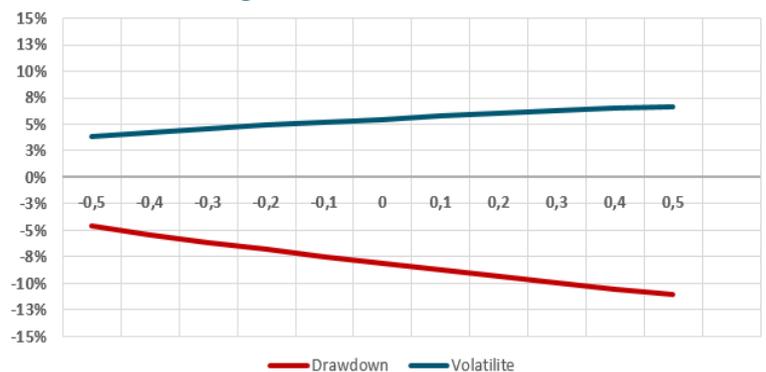
Les dernières recherches académiques mettent en évidence deux facteurs principaux impactant la corrélation entre les actions et les obligations : **D'abord les conditions économiques et ensuite les primes de risque associées aux actions.**

À ce stade, nous constatons, sur la période récente, que les primes de risque exigées par les investisseurs pour les actions et les obligations sont relativement stables.

Du côté économique en revanche, nous observons une remontée de l'incertitude autour de l'inflation. Alors que tout le monde attendait une accélération à la baisse de l'inflation globale, l'inflation Core, composée principalement des services, des salaires et de l'immobilier, baisse moins rapidement qu'anticipée tandis que la Headline, impactée par l'envolée des prix du pétrole, repart à la hausse. Cette incertitude conduit donc à une remontée de la corrélation entre les actions et les obligations.

L'instabilité de la corrélation est un facteur à ne pas négliger pour la bonne construction d'une allocation de portefeuille diversifié.

Evolution du risque pour un portefeuille 35% actions / 65% obligations en fonction de la corrélation



Dans ce contexte incertain, la diversification des moteurs de performance et l'intégration de stratégies intrinsèquement indépendantes, que ce soit au niveau des classes d'actifs ou des styles les composants, apparaît comme essentielle pour atténuer les risques. Le monétaire, qui présente aujourd'hui des niveaux de rémunération significatifs en comparaison des dernières décennies, redevient l'une des solutions principales à la recherche de décorrélation.

FOCUS ISR : POURQUOI SOUTENIR LES RÉOLUTIONS CLIMAT ?

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

De multiples travaux se sont intéressés aux conséquences économiques du réchauffement climatique. Dès les années 1990 des économistes comme William Nordhaus ont tenté d'intégrer celles-ci aux modèles économiques traditionnels. Bien que Nordhaus ait reçu le « prix Nobel d'économie » ses travaux ont été très critiqués en raison d'hypothèses simplistes ne reflétant pas la complexité du système climatique et conduisant à sous-estimer l'impact potentiel du réchauffement.

En 2006, le rapport remis au gouvernement britannique par l'économiste Nicholas Stern décrivait le changement climatique comme « le plus grand et profond dysfonctionnement de marché jamais vu » et concluait que les bénéfices d'une action forte et rapide pour limiter les émissions de gaz à effet de serre dépassent de loin les coûts engendrés par le réchauffement climatique.

Ces conclusions sont depuis assez largement partagées. En 2021, un rapport du Swiss Re Institute intitulé *The economics of climate change: no action not an option* concluait qu'en 2050, le PIB dans un monde se situant sur une trajectoire 3.2° serait 18% inférieur au PIB dans un monde sans changement climatique. Dans le cas où l'Accord de Paris sur le Climat serait respecté la perte de PIB se limiterait à 4%.

| | Temperature rise scenario, by mid-century | | | |
|--|---|--|----------------|----------------|
| | Well-below 2°C increase | 2.0°C increase | 2.6°C increase | 3.2°C increase |
| | Paris target | The likely range of global temperature gains | | Severe case |
| Simulating for economic loss impacts from rising temperatures in % GDP, relative to a world without climate change (0°C) | | | | |
| World | -4.2% | -11.0% | -13.9% | -18.1% |
| OECD | -3.1% | -7.6% | -8.1% | -10.6% |
| North America | -3.1% | -6.9% | -7.4% | -9.5% |
| South America | -4.1% | -10.8% | -13.0% | -17.0% |
| Europe | -2.8% | -7.7% | -8.0% | -10.5% |
| Middle East & Africa | -4.7% | -14.0% | -21.5% | -27.6% |
| Asia | -5.5% | -14.9% | -20.4% | -26.5% |
| Advanced Asia | -3.3% | -9.5% | -11.7% | -15.4% |
| ASEAN | -4.2% | -17.0% | -29.0% | -37.4% |
| Oceania | -4.3% | -11.2% | -12.3% | -16.3% |

Note: Temperature increases are from pre-industrial times to mid-century, and relate to increasing emissions and/or increasing climate sensitivity (reaction of temperatures to emissions) from left to right.
Source: Swiss Re Institute

Les travaux du Swiss Re Institute prennent en compte différents vecteurs d'impact sur l'activité économique comme la productivité agricole et celle du travail, les effets d'un climat plus chaud sur la santé, les flux touristiques ou encore les conséquences de la montée des eaux. La capacité des pays à s'adapter à ces conséquences est également intégrée au modèle.

Modéliser l'impact économique du changement climatique reste un exercice extrêmement difficile mais il apparaît clairement que plus le réchauffement climatique sera important plus l'économie mondiale s'en trouvera affaiblie. Un monde plus chaud ne sera donc pas simplement un monde dans lequel il sera moins agréable de vivre, ce sera aussi un monde créant moins de richesse.

Même les investisseurs qui cherchent exclusivement à maximiser leur couple rendement / risque sans objectif de durabilité particulier devraient donc prendre en compte ces données dans leur processus de décision.

Une transition rapide pourrait réduire les bénéfices des entreprises constituant les indices des pays développés de 15% environ si elle s'appuyait sur une taxe carbone de l'ordre de 100 USD par tonne selon le Swiss Re Institute.

D'un autre côté, toujours selon le Swiss Re Institute, le PIB serait 14 points plus bas dans un scénario 3.2° que dans un scénario 1.5°. A titre indicatif, sur les 20 dernières années une progression de 14% du PIB des Etats-Unis se traduit en moyenne par une progression d'environ 60% des bénéfices des entreprises et, dans le pire des cas, par une progression de 28%.

Même en tenant compte de la différence de temporalité entre les conséquences de l'inaction et une action immédiate il apparaît difficile d'imaginer que les profits actualisés dans un scénario 3.2° puissent excéder ceux d'un scénario 1.5°.

Tous les investisseurs détenteurs de portefeuilles bien diversifiés tels que ceux qui reproduisent les grands indices mondiaux semblent donc avoir intérêt à ce que les entreprises réduisent au plus vite leurs émissions de gaz à effet de serre. De plus, si elles le font de manière volontaire, cela peut limiter les coûts induits par de possibles réglementations futures.

C'est pourquoi il nous semble approprié, sur le plan financier comme sur le plan ISR, de soutenir les résolutions d'actionnaires visant un alignement des émissions avec l'Accord de Paris dès lors que celles-ci sont conformes aux réglementations en vigueur et laissent au management de l'entreprise le choix de la stratégie à adopter pour atteindre cet objectif.

Nous constatons toutefois que certains gestionnaires d'actifs ne semblent pas faire ce choix, pourtant aligné sur la responsabilité fiduciaire, puisque le taux de soutien aux résolutions environnementales de certains géants américains de la gestion d'actifs est faible voire très faible et s'inscrit même en baisse cette année.

C'est pourquoi en plus de soutenir les résolutions auxquelles nous sommes amenés à voter et d'avoir participé au dépôt de la résolution *Follow This* à l'AG de TotalEnergies nous dialoguons également avec certains de ces gestionnaires pour les inciter à revoir leur politique.

Lettre rédigée le 21 septembre 2023



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.