

## FOCUS MACRO : UNE INCERTITUDE TOUJOURS PRÉDOMINANTE

par Cyriaque DAILLAND

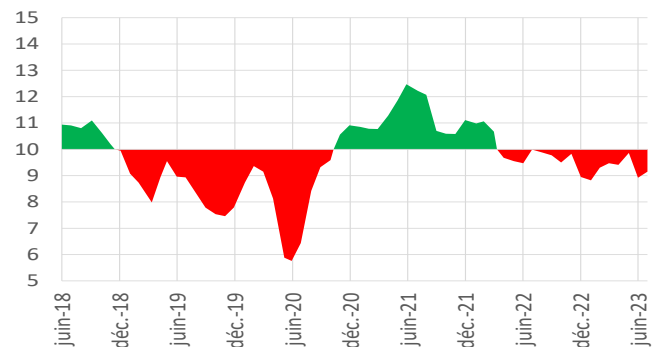
**La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)<sup>1</sup> progresse sur le mois en passant de 8,9 à 9,2.** Cette hausse s'explique principalement par un rebond de la composante tendance après que celle-ci ait fortement corrigé dernièrement. Au niveau des facteurs, la situation est contrastée puisque trois facteurs progressent alors que les trois autres facteurs baissent. Le PMI global composite qui avait étonnement progressé le mois dernier se normalise cette fois-ci en baissant de 54,4 à 52,7. Il indique néanmoins toujours une expansion de l'activité. Les récentes inquiétudes n'ont donc pas été confirmées par les récentes données... qui ne permettent pas non plus d'être complètement rassuré.

**Au niveau pays, la note des Etats-Unis affiche une légère progression en passant de 7,1 à 7,7.** Cette note reste en absolu faible mais les dernières données économiques, en particulier les indicateurs avancés, sont plus positives. L'économie américaine a dû gérer un mouvement historique de hausse de taux en 2022 qui a mécaniquement impacté l'activité du pays... Le secteur de l'immobilier qui a été particulièrement touché montre aujourd'hui une forme de stabilisation, voire un rebond. La note des autres principales zones est relativement stable. En absolu, la principale déception reste aujourd'hui la Chine qui, avec une note de 8,8, confirme que la reprise liée à la réouverture de l'économie post Covid est déjà en train de s'essouffler...

**La Banque centrale américaine (FED) a dû être rassurée par la publication de l'inflation du mois de juin.** En effet, au-delà d'un ralentissement significatif de celle-ci avec une baisse de 4% à 3%, la décomposition offre une image rassurante pour le deuxième semestre à venir. Dans un premier temps, l'énergie a été le principal moteur de la normalisation. Elle a ensuite été rejointe par les biens qui ont profité de la réouverture de l'économie mondiale. Aujourd'hui, c'est la composante services où les salaires ont un impact direct qui commence à se normaliser. Cette évolution se retrouve en particulier dans l'inflation cœur qui passe sur le mois de 5,3% à 4,8%, mouvement très significatif pour cet indicateur.

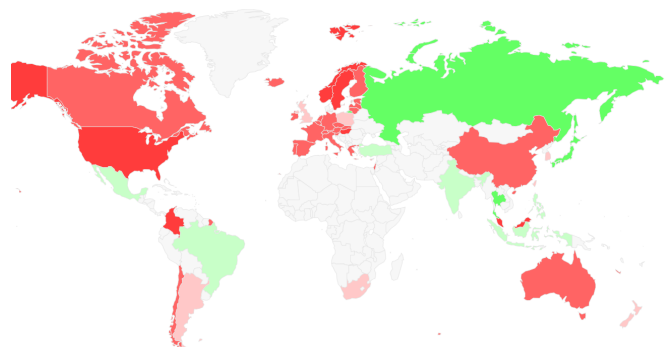
La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) est stable. Elle se situe à 45%. La période estivale devrait nous permettre d'avoir une meilleure visibilité pour évaluer si l'activité va réellement parvenir à se maintenir malgré les hausses de taux. Dans ce contexte, le scénario de croissance modérée est aussi logiquement stable avec une probabilité de 50%. Cela reste donc le scénario principal. Le scénario plus positif (rebond important) garde une probabilité faible (5%).

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



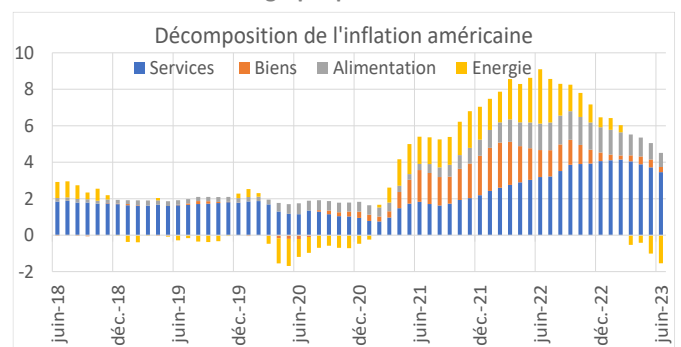
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois



Source : Sanso IS; Bloomberg

<sup>1</sup> 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.

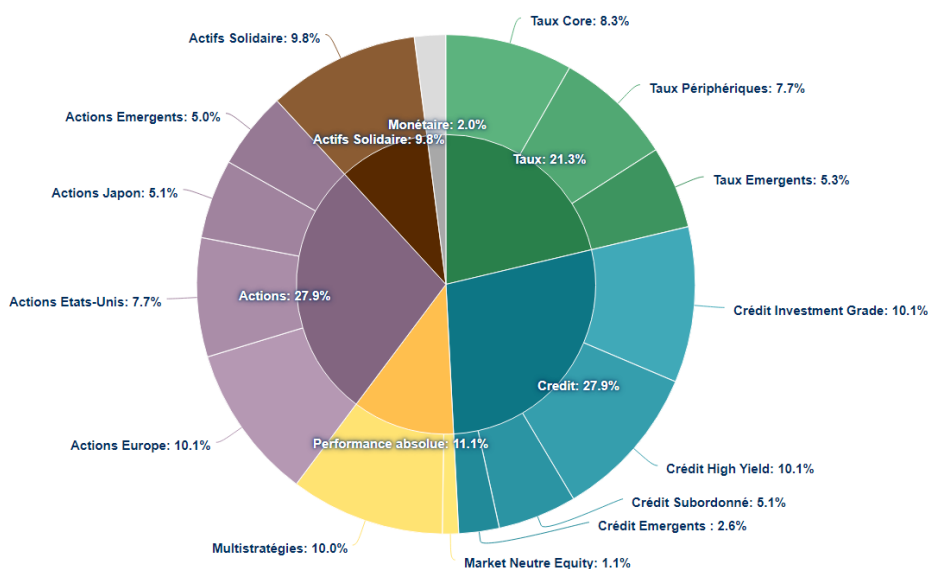
# FOCUS ALLOCATION : LE CRÉDIT EST-IL AUJOURD'HUI ATTRACTIF ?

par Cyriaque DAILLAND

La classe d'actifs a connu une année 2022 catastrophique. Le premier semestre 2023 a été l'occasion d'un rebond pour les obligations d'entreprises, en particulier le haut rendement, qui a profité d'un environnement économique plus porteur et d'une plus faible aversion aux risques. Schématiquement, la classe d'actifs crédit peut être divisée en deux : les obligations de qualité (« investment grade ») qui ont une sensibilité importante et des « spreads » limités et les autres obligations (« high yield », subordonnées, émergents...) qui affichent des « spreads » élevés avec des maturités relativement courtes. La première catégorie offre peu d'intérêt de notre point de vue car elle n'apporte pas un surplus de rendement par rapport au monétaire et une protection limitée en cas de récession. A l'inverse, la seconde catégorie affichant un rendement en absolu entre 6% et 9% lui permet, en cas de portage dans le temps, de gérer un ralentissement économique. De plus, cette classe d'actifs a un potentiel de hausse important dans un scénario de resserrement des « spreads ». **A l'exception des obligations de qualité, le crédit garde de l'intérêt dans la construction d'un portefeuille diversifié.**

Positions au 17/07/2023	Négatif		Neutre =	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-		+	++		
<b>CLASSES D'ACTIFS</b>							
				Monétaire		↔	
			Obligations			↔	
			Crédit			↔	
			Actions			↔	
<b>OBLIGATIONS</b>							
		Core				↔	Etats-Unis (10 ans)
			Périphériques			↔	Grèce et Italie
				Emg Local		↔	
			Emg Hard			↔	
<b>CREDIT</b>							
		Invest. Grade				↔	
			High Yield			↔	Cross Over, Faible Sensi.
			Subordonnées			↔	
			Emergents			↔	Amérique latine
<b>ACTIONS</b>							
			Europe			↔	
			Etats-Unis			↔	
			Japon			↔	
			Emergents			↔	
<b>DEVISES vs EUR</b>							
			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 : BÉNÉFICES ET VOLUME DE VENTE

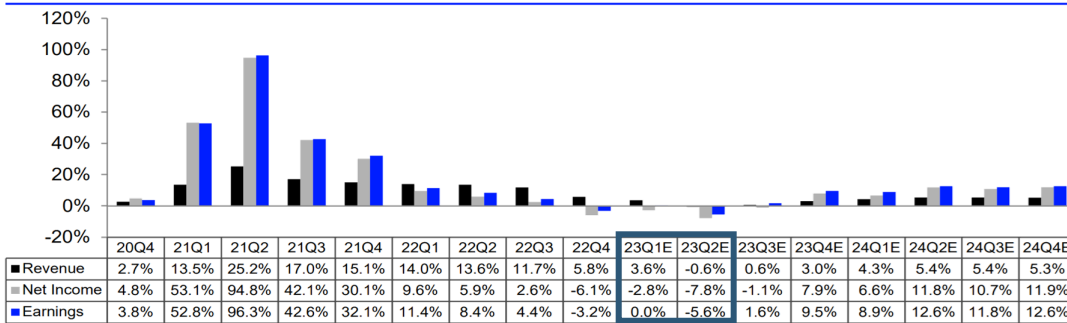
par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Les saisons récentes de publications de bénéfices ont été le témoignage de la résilience des entreprises et de leur capacité à maintenir leurs marges malgré une augmentation des coûts de production. Trimestre après trimestre, les analystes se sont retrouvés dans l'obligation de revoir leurs fiches après la publication des résultats des entreprises, qui ont dépassé globalement les attentes.

Au **premier trimestre 2023**, les entreprises du S&P 500 ont réussi à afficher des résultats stables par rapport à l'année précédente alors que les prévisions tablaient sur une baisse de **5,1% au 1<sup>er</sup> avril**.

Pour le **deuxième trimestre**, les analystes anticipent à nouveau une contraction des bénéfices d'environ **5% à début juillet**, mais il n'est pas exclu que le phénomène de surprises positives se reproduise.

Exhibit 5. S&P 500 YoY Growth Rates



Source : Refinitiv

Les prévisions des analystes ont tendance à devenir plus conservatrices à l'approche des périodes de publications, probablement en raison d'un biais humain visant à éviter les déceptions. Cependant, cette fois-ci, un autre effet pourrait leur donner raison.

Les entreprises ont réussi à maintenir leurs marges au cours des derniers trimestres malgré une augmentation des prix de production, principalement en répercutant ces coûts sur le consommateur final par le biais d'une hausse des prix de leurs produits. Cette tactique a été utile à court terme, mais elle n'est pas viable à long terme.

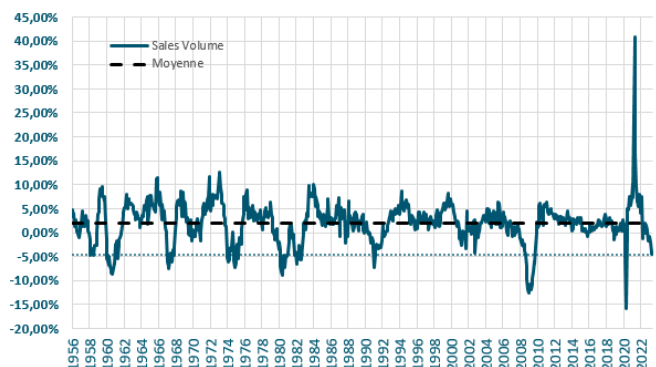
Deux facteurs convergents démontrent les limites de cette stratégie :

Tout d'abord, le volume des ventes au détail aux États-Unis indique qu'après avoir corrigé les excès de la pandémie du Covid-19, les volumes de ventes atteignent désormais un point bas se rapprochant des niveaux observés par le passé en période de crise.

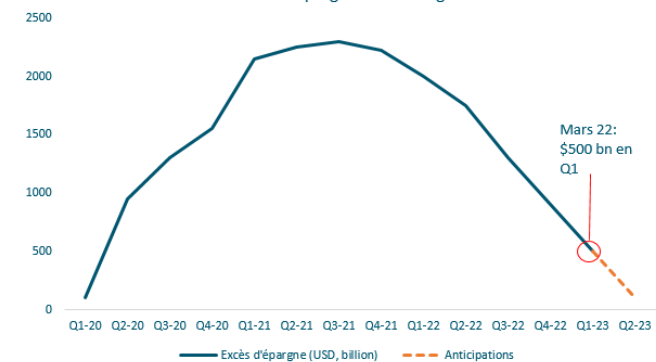
Deuxièmement, l'excédent d'épargne des ménages impacte directement le premier facteur. Une fois que l'épargne accumulée pendant les périodes d'arrêt liées au Covid-19 est épuisée, il devient plus difficile pour le consommateur final de supporter des prix élevés pour les produits de consommation courante. Certains achats non essentiels sont donc repoussés, ce qui entraîne une diminution du volume des ventes.

Dans ce contexte, il est difficile d'imaginer que les entreprises puissent maintenir leurs marges comme elles l'ont fait au cours des derniers trimestres. Il est donc probable que des forces de rappel se manifestent lors des prochaines publications de résultats, ce qui n'est jamais très positif pour les marchés boursiers.

OECD US RETAIL SALES VOLUME YoY%



Excès d'épargne des ménages



# FOCUS ISR : LA TRANSITION DU SECTEUR PÉTRO-GAZIER

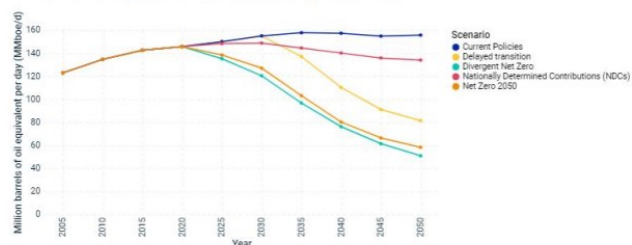
par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Le secteur pétrolier et gazier fait l'objet de multiples critiques dû à son impact négatif sur l'environnement, en particulier du fait de la part importante que représentent les émissions de gaz à effet de serre du secteur dans le réchauffement climatique.

Ces impacts négatifs sont de plus en plus pris en compte par la réglementation et par les consommateurs ce qui crée des risques de transition non négligeables pour les entreprises de ce secteur.

Selon une étude de MSCI, ces risques auront un impact majeur sur la demande de pétrole et de gaz dans les années à venir. Dans un scénario Net Zero 2050, où les risques de transition sont intégrés, la demande pour les combustibles fossiles chute de 60% d'ici 2050 par rapport au niveau de 2020. Dans ce cas, les modèles actuels des sociétés pétrolières ne sont plus viables.

Exhibit 1: Oil and gas demand across scenarios, 2005 - 2050



Source: MSCI ESG Research LLC as of June 2023 based on scenario data from Network for Greening the Financial System (NGFS).

Différents organismes dont l'ONG Follow This, insistent sur la nécessité pour le secteur pétro-gazier d'effectuer une transition de son modèle économique.

Son fondateur rappelle qu'il est urgent que les compagnies pétrolières changent leur modèle car il est voué à s'effondrer dès lors que les producteurs seront tenus responsables des dommages climatiques générés par leurs activités.

Pour avoir une action impactante, Follow This est convaincue que ce sont les actionnaires qui doivent agir. Pour cela, l'ONG dépose des résolutions aux Assemblées Générales des grands groupes pétroliers. Elles visent à soutenir la transition énergétique et en particulier à aligner les objectifs de réduction des émissions de CO2 avec l'Accord de Paris.

En effet, les émissions de CO2 et les objectifs de réduction associés sont déterminants pour mettre en place des plans de transition ambitieux pour les majors pétro-gazières.

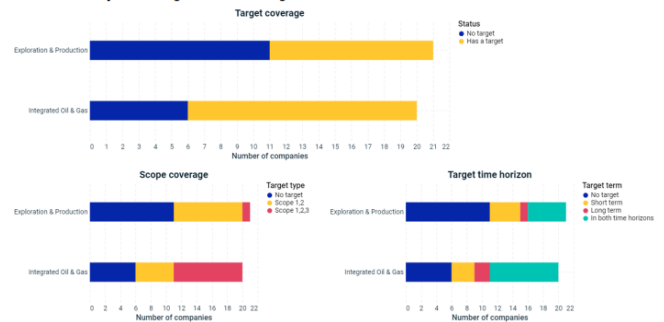
Dans son étude portant sur 41 des plus grandes sociétés pétrolières et gazières, d'exploration et de production, MSCI

constate qu'environ 70% des majors intégrées se sont fixées au moins un objectif.

En revanche, seules 29% des entreprises spécialisées sur l'exploration et la production ont fait de même.

De plus, seules 24% des entreprises ont défini des objectifs incluant les émissions du scope 3, et parmi elles, seules deux étaient des entreprises d'exploration et de production.

Exhibit 4: Summary of oil and gas emissions targets



Source : MSCI ESG Research as of June 2023

Ces faibles pourcentages peuvent s'expliquer par le fait qu'une réduction des émissions scope 3 passe par une transformation radicale de l'activité de ces entreprises.

Pour atteindre ces objectifs certaines entreprises ont choisi de mettre l'accent sur la pétrochimie, une activité ayant une moindre intensité carbone puisqu'elle n'implique pas de combustion des hydrocarbures utilisés. Toutefois ce choix est contestable sur le plan environnemental étant donné la pollution massive générée par les déchets plastiques (cf notre focus du mois dernier).

D'autres ont privilégié des investissements dans les technologies d'atténuation du changement climatique par exemple, les énergies renouvelables, les stations de recharge pour véhicules électriques ou le captage et le stockage du carbone.

Un tiers des entreprises du groupe de référence s'est positionné sur ces activités. Néanmoins, la part de ces « revenus verts » reste encore très faible avec une moyenne de 4.8% et un maximum à 16%.

Comme le note Follow This les investisseurs deviennent de plus en plus exigeants vis-à-vis des entreprises du secteur puisque le taux de soutien aux résolutions déposées par l'ONG est passé de 2.7% en 2016 à 33% en 2021. Il est donc urgent que les entreprises du secteur se dotent de plans de transition crédibles ce qui sera bénéfique pour l'économie dans son ensemble à terme.

Lettre rédigée le 17 juillet 2023