

FOCUS MACRO : LA TENDANCE EST À L'AMÉLIORATION

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse de nouveau sur le mois en passant de 9,1 à 9,3. Ce mouvement s'explique exclusivement par une amélioration de la composante tendance. La composante niveau reste très stable. Historiquement, la composante tendance doit s'améliorer pendant plusieurs mois avant que la composante niveau rebondisse. La quasi-totalité des notes des différents facteurs progresse à la marge. Au niveau du PMI global composite, celui-ci progresse significativement de 51,0 à 51,8 sur le mois. Ce niveau confirme que la dynamique de l'économie mondiale connaît actuellement une amélioration... et éloigne ainsi le scénario d'un décrochage violent.

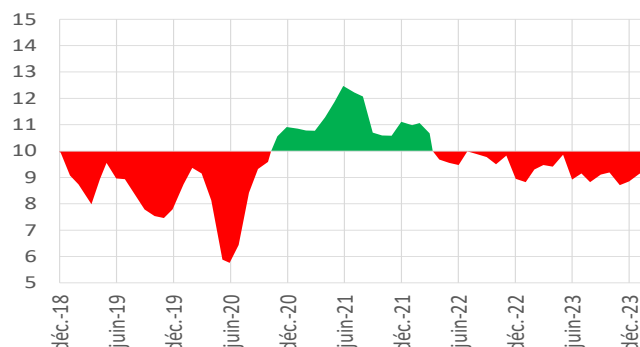
Au niveau pays, la note des États-Unis progresse de 7,9 à 9,1. Cette forte progression s'explique principalement par les facteurs « indicateurs avancés » et « immobilier ». Cette dynamique relativement favorable permet d'être confiant concernant la croissance américaine pour le premier semestre 2024. Concernant les autres principales économies, les notes du Japon et de la zone euro connaissent une progression marginale. A l'inverse, la note de la Chine se dégrade de 10,4 à 9,7. Après un important rebond durant le deuxième semestre 2023, il faudra suivre l'évolution de la note de la Chine afin de vérifier que la reprise actuelle ne s'essouffle pas déjà... ce qui confirmerait l'instabilité actuelle de cette économie.

Le fonds monétaire international (FMI) est souvent critiqué pour la qualité de ses prévisions. Il faut toutefois noter qu'en 2023, contrairement à de nombreux économistes, l'institution n'a pas adhéré à un scénario de récession mondiale... et elle a eu raison ! **Pour 2024, le FMI anticipe une croissance mondiale de 2,9%, soit un niveau relativement proche de celle de 2023.** Il y a toutefois des différences majeures au niveau des contributeurs. L'Allemagne, par exemple, devrait connaître un rebond de son activité avec une croissance qui passerait de -0,5% à +0,9%. A l'inverse, l'économie chinoise afficherait une croissance plus faible avec un niveau de 4,2% contre 5% en 2023.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement limité pouvant se transformer en récession) baisse de 45% à 40%. Ce mouvement s'explique par une dynamique plus favorable des indicateurs avancés ainsi que les probables baisses de taux à venir de la part des principales banques centrales. S'appuyant sur les mêmes arguments, le scénario de croissance modérée augmente de 55% à 60%. Le scénario le plus positif (rebond important) affiche toujours une probabilité de 0% car nous n'anticipons pas une forte croissance mondiale pour 2024.

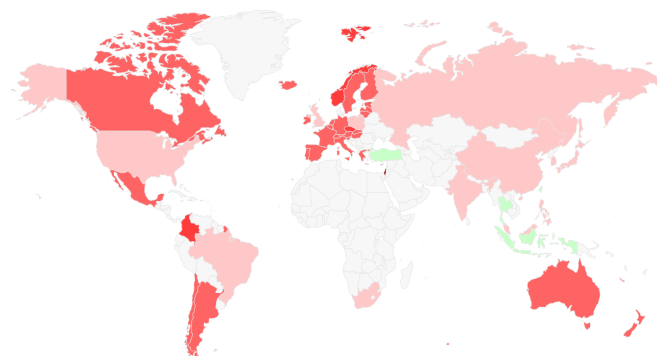
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

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

Prévision de croissance

	2022	2023	2024
World Output	3,5	3,0	2,9
Advanced Economies	2,6	1,5	1,4
United States	2,1	2,1	1,5
Euro Area	3,3	0,7	1,2
Germany	1,8	-0,5	0,9
France	2,5	1,0	1,3
Italy ²	3,7	0,7	0,7
Spain	5,8	2,5	1,7
Japan	1,0	2,0	1,0
United Kingdom ²	4,1	0,5	0,6
Canada	3,4	1,3	1,6
Other Advanced Economies ³	2,6	1,8	2,2
Emerging Market and Developing Economies	4,1	4,0	4,0
Emerging and Developing Asia	4,5	5,2	4,8
China	3,0	5,0	4,2
India ⁴	7,2	6,3	6,3
Emerging and Developing Europe	0,8	2,4	2,2
Russia	-2,1	2,2	1,1
Latin America and the Caribbean	4,1	2,3	2,3
Brazil	2,9	3,1	1,5
Mexico	3,9	3,2	2,1

Source : FMI

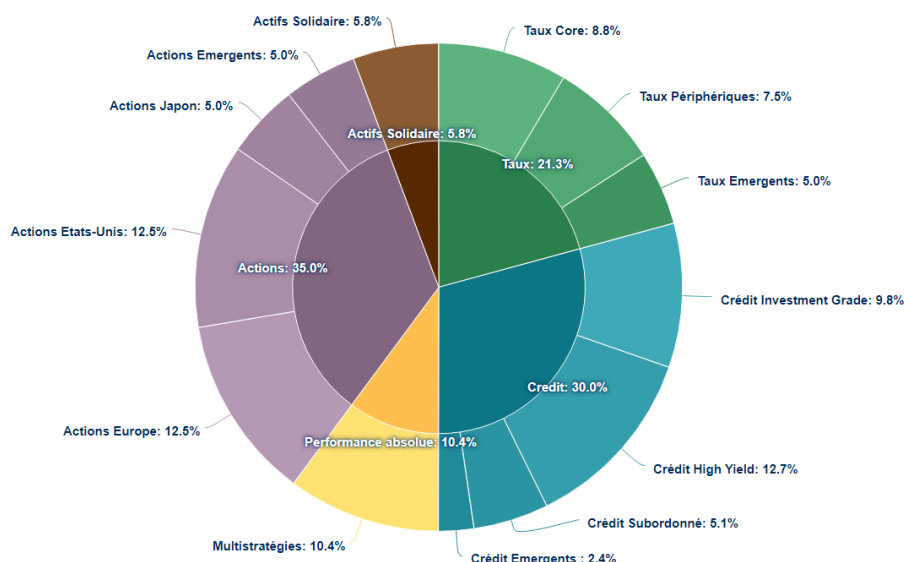
FOCUS ALLOCATION : LES OBLIGATIONS SUBORDONNÉES FINANCIÈRES

par Cyriaque DAILLAND

Le rendement des obligations subordonnées financières, à notation équivalente, affiche une prime vis-à-vis des obligations d'entreprises. À titre d'exemple, en fonction des notations, elle se situe entre cinquante et cent cinquante points de base. Cette prime est apparue après la crise de 2008 du fait de la prise de conscience par les investisseurs des faiblesses du secteur financier (interconnexion entre les banques, hors bilan important, niveau de capitalisation limité...). Pourtant, depuis quinze ans, la situation a changé, en particulier en Europe. Par exemple, le « common equity tiers 1 » (CET1) des banques européennes est passé de 6% à 16% entre 2008 et 2023. Le risque n'est néanmoins pas nul (Crédit Suisse ou crise des banques américaines en mars 2023). **Mais, dans un contexte où le rendement est de nouveau un puissant moteur de performance pour un portefeuille diversifié, la classe d'actifs « obligations subordonnées » nous semble aujourd'hui attractive.** Nous privilégions l'Europe par rapport au reste du monde car cette zone offre le meilleur couple rendement/risque. La classe d'actifs « obligations subordonnées » passe ainsi de neutre à positif dans notre allocation d'actifs stratégique.

Positions au 09/02/2024	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		↔	

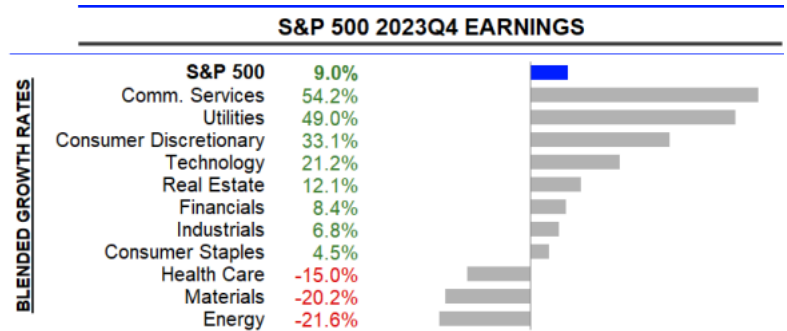
Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions ESG**. Le portefeuille est ainsi construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée avec une prise en compte systématique, dans son processus d'investissement, de critères extra-financiers.**



FOCUS MARCHÉ : DES RÉSULTATS À LA HAUTEUR DES ATTENTES POUR LES 7 MAGNIFIQUES

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Aux deux tiers de la saison des publications des résultats pour le quatrième trimestre 2023 aux États-Unis, on ne peut que constater à nouveau la vigueur de l'économie et la capacité qu'ont les sociétés américaines à générer de façon récurrente des résultats solides. Comparativement au premier trimestre de l'année dernière, les résultats sont en hausse de 9%, une progression qui se situerait probablement au-delà des 13% si l'on excluait les secteurs de l'énergie et des matières premières qui ont souffert d'un effet de base plutôt défavorable. L'effet positif des ventes de vaccins disparaissant, les résultats des grands laboratoires sont aussi bien en dessous de ce qu'ils étaient il y a encore un an et ont constitué un frein pour la tendance générale.



Mais ce sont malgré tout 9 secteurs sur les 11 de la nomenclature GICS qui affichent des progressions positives de résultats à l'occasion de cette saison des publications et l'on retrouve dans le quatuor de tête, les trois secteurs qui abritent les fameuses 7 magnifiques qui depuis plus d'un an, influencent considérablement la tendance des actions américaines.

Ce phénomène n'est pas sans rappeler la fin des années 90 lorsque ce qu'on appelait alors les valeurs de « la nouvelle économie » trustaient les premières places des palmarès de performances. La nuance réside dans le fait que les CISCO, YAHOO, AOL ou déjà AMAZON de l'époque ne généraient pas ou peu de bénéfices alors qu'aujourd'hui, les résultats sont là et constituent même une part prépondérante de la croissance du marché dans sa globalité. En effet, à ce stade des publications, parmi les 7 magnifiques, seule TESLA a déçu avec des résultats qui souffrent d'une politique tarifaire impactant logiquement ses marges. En revanche, les 6 autres constituent les 6 plus fortes contributions à la croissance bénéficiaire du marché. Il semble par conséquent toujours difficile de parler aujourd'hui de surchauffe du marché actions de la même façon qu'Alan Greenspan qualifiait d'« exubérance irrationnelle » l'envolée des valeurs internet de l'époque.

Cependant, même si les bénéfices sont là, même s'ils sont solides, il convient de vérifier dans quelle mesure le marché ne va pas au-delà des prévisions les plus optimistes.

Il y a de toute évidence une prime à la qualité chez les 7 magnifiques. En revanche, on voit aussi qu'il n'y a pas d'exagération pour ce groupe vis-à-vis de l'historique et qu'on revient à peine aujourd'hui sur des niveaux de multiples déjà vus au cours de l'année passée.

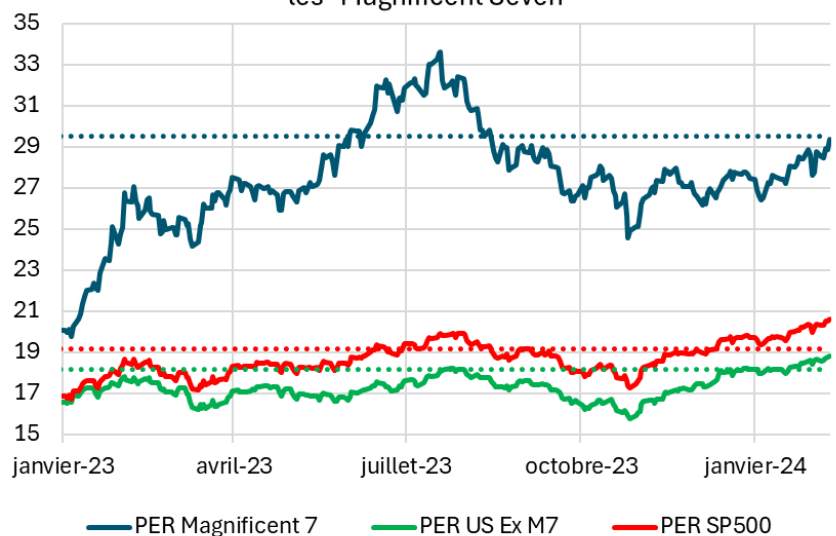
Bien évidemment, l'impact en matière de valorisation sur le marché est important puisque

les 7 magnifiques coutent plus de 2 points de PER au marché américain. Une prime que les investisseurs sont sans doute prêts à payer compte tenu du caractère plus qualitatif que spéculatif de cette survalorisation.

Performances	2023	2024*
Magnificent 7	+106%	+12%
US ex M7	+15%	+3%
SP500	+25%	+5%

*Performances en USD dividendes nets réinvestis (*au 9/2)*

Evolution du PER des actions américaines avec ou sans les "Magnificent Seven"



FOCUS ISR : CRITÈRES RSE ET RÉMUNÉRATION : L'ALIGNEMENT STRATÉGIQUE ?

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

L'Orse (Observatoire de la responsabilité sociétale des entreprises) et PwC ont publié la 3ème édition de l'étude « Critères RSE et rémunération ». Cette dernière identifie les tendances et les pratiques en matière d'intégration de critères RSE dans de la rémunération des dirigeants mandataires sociaux (DMS) et des autres collaborateurs.

L'étude analyse l'intégration des critères RSE dans les rémunérations variables à court et long terme des entreprises du CAC 40 ainsi que les tendances au sein des PME.

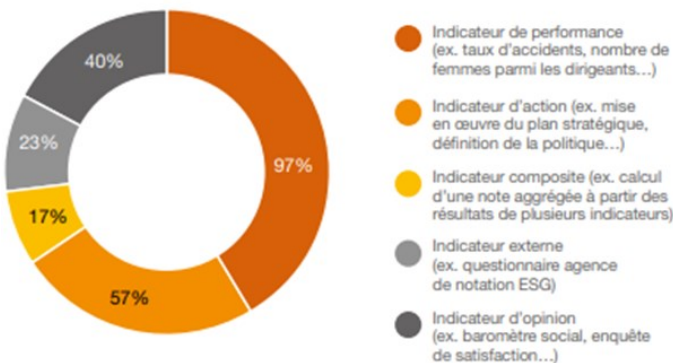
L'ensemble du CAC 40 intègre désormais des critères RSE dans la rémunération variable court terme de leur DMS, contre 24 entreprises en 2017.

De même, de plus en plus d'entreprises élargissent le périmètre du dispositif à d'autres collaborateurs de l'entreprise, leur nombre passant de 15 en 2017 à 36 aujourd'hui.

Par ailleurs, les critères RSE utilisés se précisent, avec une dominante des piliers environnementaux et sociaux. 90% des sociétés du CAC 40 utilisent au moins un critère social, et 88% au moins un critère environnemental. L'étude relève que dans l'édition de 2017, la thématique principalement utilisée était la performance RSE globale. Les critères se sont donc affinés en 6 ans.

Les émissions de CO2, la diversité et inclusion ainsi que la santé et sécurité sont les principaux indicateurs utilisés pour fixer des objectifs. 97% des sociétés du CAC 40 choisissent des indicateurs de performance interne plutôt que des indicateurs externes, tels que l'évaluation d'agences ou d'organismes tiers.

Types d'indicateurs utilisés par les entreprises du CAC 40
Sur 35 entreprises ayant communiqué cette information



L'étude note une évolution plus marquée pour la rémunération variable à long terme. En 2017, les critères RSE étaient absents des différents dispositifs de rémunération de long-terme des entreprises.

En l'espace de six ans, l'étude relève une évolution considérable de cette pratique, puisque 88% des DMS et 70% des autres collaborateurs concernés intègrent désormais ces critères.

Ce sont les objectifs liés à la thématique environnementale qui dominent les critères RSE intégrés dans la rémunération variable long terme des DMS.

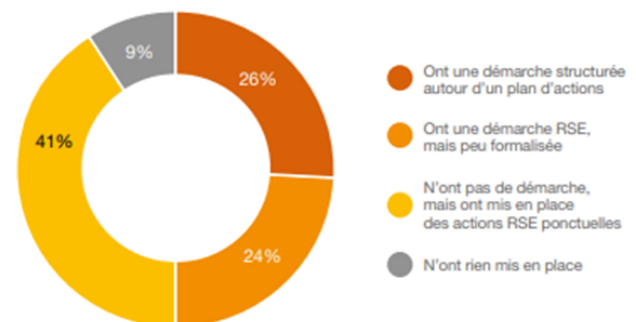
Les indicateurs utilisés sont similaires entre les rémunérations à long et court terme. Les émissions de CO2 ainsi que la diversité et inclusion sont les sous thématiques qui reviennent le plus, aussi bien pour les DMS que les autres collaborateurs.

Les critères RSE représentent plus de 20% de la rémunération variable long terme pour 84% des dirigeants mandataires sociaux du CAC40. Ce chiffre est de 61% pour la rémunération variable court terme.

Les constats sont différents pour les PME, où il est noté que les pratiques RSE de ces entreprises peuvent être difficiles à évaluer.

90% des PME ont déclaré avoir mis en place des actions environnementales ou sociales de manière volontaire mais seulement un quart d'entre elles estime avoir réellement formalisé une approche RSE à travers un plan d'action.

Où en sont les PME-ETI avec la RSE ?¹³



Bien qu'il n'y a pas d'étude consacrée à l'intégration de critères RSE dans les rémunérations des PME, l'enquête annuelle « ODD et entreprises françaises en action » du Pacte mondial de l'ONU indique que seules 9% des entreprises françaises, de 10 à 250 salariés, déclarent avoir intégré des critères en lien avec les ODD dans le calcul de la part variable du dirigeant.

La mise en place de la CSRD (directive européenne sur le reporting de durabilité) devrait homogénéiser la transparence et la publication de ces informations avec l'obligation de publier un reporting de durabilité.

Lettre rédigée le 13 février 2024