

FOCUS MACRO : L'ÉCONOMIE MONDIALE S'AMÉLIORE À LA MARGE

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse de 8,8 à 9,3. Ce mouvement s'explique par une amélioration progressive de la composante niveau depuis quelques mois. Cette hausse s'appuie également sur un fort rebond de la composante tendance, venant après la correction du mois précédent. Cette configuration confirme notre scénario d'une période de stabilisation de l'économie mondiale. Cette analyse se retrouve au niveau du PMI global composite qui progresse en mai en passant de 52,4 à 53,7. Au niveau des facteurs, la dynamique est soit positive (indicateurs avancés, activités...), soit neutre (consommation, échanges...).

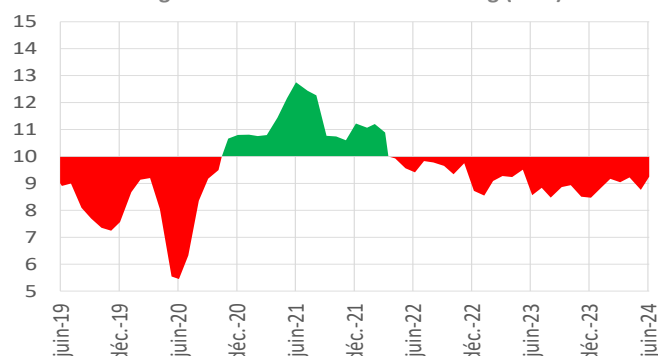
Le mois de mai se caractérise par une amélioration de la note de l'économie américaine. Celle-ci passe sur la période de 7,3 à 8,5. Cette progression est exactement identique à celle que la note américaine a connu durant le mois d'avril... Toutefois, au niveau des facteurs, il existe certaines différences avec des « indicateurs avancés » et « activités » qui rebondissent fortement alors que « l'immobilier » et le « monétaire » corrigent. La zone euro et la Chine connaissent également une amélioration de leur note. À l'inverse, la dynamique favorable du Japon s'essouffle progressivement. Elle passe ainsi de 9,5 à 9,0 avec une correction significative de la composante « activité ».

Depuis le début de l'année, le consensus des économistes a été revu à la hausse concernant la croissance mondiale pour l'année 2024. Concrètement, celle-ci a été révisée de +2,60% en janvier à +3,00% en juin. Cette révision favorable est à mettre en relation avec la baisse qui avait eu lieu durant toute l'année 2023. En cela, 2024 ne ressemblera pas à 2023 puisque les prévisions des économistes ont été revues uniquement à la hausse grâce à la très bonne surprise de l'économie américaine. Mais, au final, au-delà des dynamiques, la croissance mondiale en 2024 devrait être en absolu très proche de celle de 2023, soit 3%. Ce scénario confirme que l'atterrissage de l'économie mondiale est déjà une réalité.

La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) est stable. Elle se situe à 65%. La dynamique favorable des indicateurs avancés ainsi que des baisses de taux directeur des principales banques centrales des pays développés permettent d'être toujours confiant sur la croissance 2024. Dans ce contexte, la probabilité d'un scénario négatif (ralentissement limité pouvant se transformer en récession) reste à 35%. Le scénario positif (rebond important) affiche une probabilité de 5%.

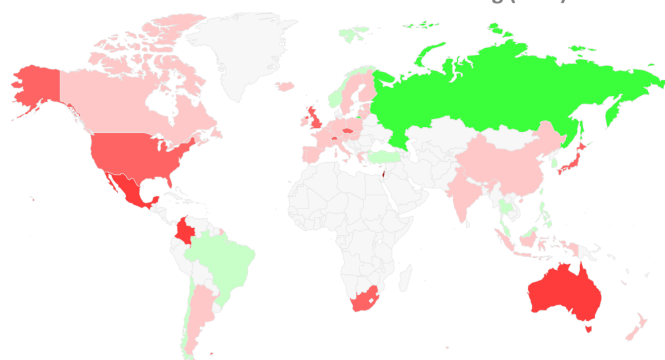
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

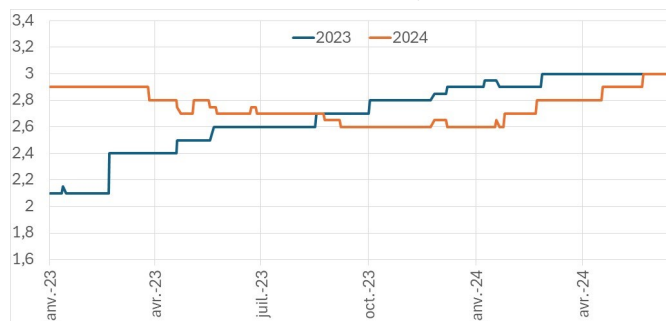
Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois

Prévision de l'évolution de croissance mondiale par année des économistes



Source : Sanso IS, Bloomberg

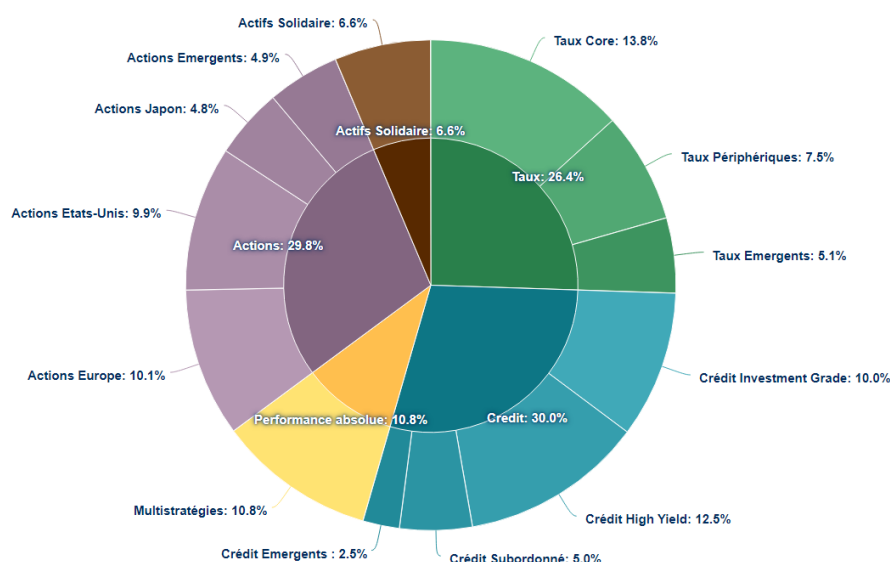
FOCUS ALLOCATION : GÉOPOLITIQUE ET MARCHÉS FINANCIERS

par Cyriaque DAILLAND

Dans le cadre d'un petit déjeuner Sanso IS, nous avons proposé une analyse historique de la relation entre marchés financiers et géopolitique. Notre étude commence en 1962 avec la crise de Cuba et se termine en 2022 avec l'invasion de l'Ukraine. **Tous les événements géopolitiques génèrent une hausse de la volatilité et des corrections. Toutefois, ces mouvements sont le plus souvent limités en termes d'amplitude et de durée...** Il existe quelques exceptions où la géopolitique a durablement modifié négativement la trajectoire des marchés financiers. C'est le cas, par exemple, de la guerre de Kippour. En effet, ce conflit a entraîné le premier choc pétrolier et donc un renchérissement général du prix de l'énergie dans les pays développés. Mais, à un horizon un an, un événement géopolitique est statistiquement un moment opportun pour acheter les marchés financiers. La situation politique en France suite à la dissolution est aujourd'hui incertaine... les prochaines semaines seront assurément volatiles mais il est un peu tôt pour jouer un scénario durablement négatif.

Positions au 17/06/2024	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 : RETOUR À LA RAISON

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Au cours des dernières décennies, les marchés ont été marqués par des crises successives, financières d'abord puis sanitaires plus récemment. Ces chocs ont entraîné des modifications dans les réglementations qui ont finalement contribué à l'ascension des banques centrales dans l'orchestration des marchés financiers.

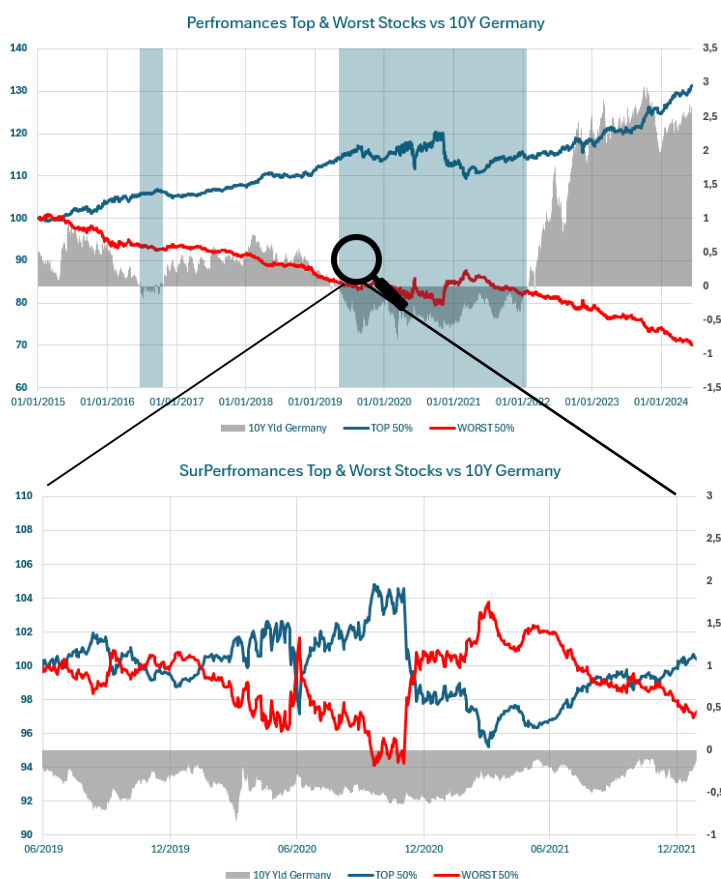
Leurs politiques monétaires accommodantes, déployées pour soutenir les investisseurs en période de stress de liquidité et maintenir à flot les économies mondiales, sont devenues une composante essentielle de la stabilité économique. Cependant, ces interventions sont aussi venues polluer les marchés financiers en créant des déséquilibres de valorisation entre les différentes classes d'actifs.

Naturellement, lorsque de tels déséquilibres se produisent, les approches rationnelles de gestion sont mises à mal. C'est le cas de notre modèle quantitatif interne de sélection de titres, qui évalue l'attractivité financière des valeurs au travers de six facteurs assez traditionnels (Valorisation, Croissance, Profitabilité, Révisions bénéficiaires, Risque et Momentum) et qui durant de longs mois, à l'instar d'autres stratégies de même philosophie, ne s'est pas révélé aussi pertinent dans sa sélection.

En toute logique, ces facteurs sont des moteurs de sélection rationnels : Toute chose égale par ailleurs, les valeurs les moins chères sont censées mieux performer que les plus chères, les plus rentables mieux que les moins profitables etc... **Nos analyses nous ont montré qu'en régime normal, ces facteurs permettent de sélectionner des titres qui en moyenne surperforment.** Mais dans un contexte de taux négatifs, de liquidités hyper-abondantes, réduisant à néant la valeur de l'argent, les réflexes des investisseurs se trouvent profondément perturbés.

Sur le graphique ci contre où sont respectivement représentées les performances relatives des valeurs les plus attractives et celles des moins attractives, on identifie bien ces périodes de pollution des marchés actions, des périodes qui coïncident avec des périodes où les taux se sont inscrits en territoire négatif. Le reste du temps, la pertinence du modèle est forte puisqu'elle permet de générer une surperformance régulière des titres supposés attractifs et inversement.

Mais lorsqu'on zoome sur ces périodes de taux négatifs, la régularité disparaît, et rend la sélection de valeurs sur la base de ces mêmes critères moins pertinente et parfois même contre-productive. En creusant un peu, on constate par exemple sur cette période qu'en moyenne les titres les moins risqués et les moins chers sous-performent les titres les plus chers et les plus volatils, ce qui est difficile à anticiper.



Toutefois, ce phénomène se corrige rapidement dès que les taux reviennent en territoire positif et que l'assouplissement massif des banques centrales disparaît. Habités depuis de longues années à une liquidité abondante, de nombreux opérateurs de marché se sont inquiétés de l'impact de taux structurellement plus élevés pour les actions. Il est bon de rappeler que, d'une part, le coût du capital tend à avoir un effet assainissant sur les marchés et que d'autre part, comme l'histoire le montre, le niveau des taux d'intérêt à long terme en Europe est plus proche des 3.5% que des -0.8% observés en 2020.

Misons pour ce retour à la rationalité !

FOCUS ISR : ENTREPRISES DU CAC 40 ET INVESTISSEMENTS DANS LA TRANSITION

par Edmond SCHAFF, Yaël LE SOLLIIEC et Marie VANDER PUIJL

L'étude de l'ONG Oxfam publiée le mois dernier et intitulée « Une France à CAC 40 degrés » met en lumière le déséquilibre entre rémunération des actionnaires et investissements dans la transition.

L'étude s'intéresse tout d'abord à l'empreinte carbone des entreprises non-financières de l'indice CAC 40 et à leur trajectoire climat en s'appuyant notamment sur les données publiées par les entreprises elles-mêmes et celles de Carbon4 Finance.

Sur ce plan Oxfam, qui réalise cette étude depuis 2020, observe que les sociétés sont de plus en plus transparentes du point de vue de leur bilan carbone. Il existe, de plus, bien entendu, une forte disparité en termes d'émissions de gaz à effet de serre, entre Stellantis, TotalEnergies et Airbus, dont les émissions dépassent 400 millions de tonnes équivalent CO2 et une petite dizaine d'entreprises dont les émissions sont inférieures à 1 million de tonnes équivalent CO2.

RANG	NOM	SECTEUR	TOTAL ÉMISSIONS DÉCLARÉES PAR L'ENTREPRISE (en millier tCO ₂ e) en 2022
1	STELLANTIS	Transports	450 600
2	TOTALENERGIES	Energie	428 000 ¹²
3	AIRBUS	Transports	426 423
4	ENGIE	Energie	174 290
5	MICHELIN	Industrie	138 000
6	ARCELORMITTAL	Industrie	125 700 ¹³
7	CARREFOUR	Agro-alimentaire	97 434
8	VEOLIA	Gestion eau et déchets	63 110
9	AIR LIQUIDE	Industrie	61 440
10	SAFRAN	Industrie	61 407

Selon Oxfam et Carbone4 Finance la trajectoire actuelle des émissions positionne le CAC 40 sur une trajectoire 2.7° qui, si elle se matérialisait aurait de graves conséquences sur les plans environnementaux, sociaux et économiques. Les entreprises les plus proches d'un alignement avec l'Accord de Paris sont, selon ces données Alstom et Legrand, tandis qu'Airbus, Safran, TotalEnergies et Arcelor-Mitall en sont les plus éloignées.

Le CAC 40 est toutefois en progrès puisqu'en 2021, un rapport de l'ONG plaçait les sociétés du CAC 40 sur une trajectoire d'au moins 3.5°C.

Néanmoins les investissements dans la transition restent insuffisants pour respecter les Accords de Paris.

En 2022, les entreprises du CAC 40 ont consacré seulement 11 % de leurs investissements à des projets alignés à la Taxonomie européenne, contre une moyenne de 15 % pour l'ensemble des entreprises européennes. Pour atteindre les objectifs de neutralité carbone d'ici 2050, les entreprises européennes devraient y consacrer au moins 25 % par an.

Les entreprises du CAC 40 semblent favoriser leurs actionnaires. En 2022, elles ont dépensé 67,3 milliards d'euros en dividendes et rachats d'actions, soit près de quatre fois plus que les 16,8 milliards investis dans la transition écologique.

Le secteur favorisant le plus ses actionnaires aux investissements verts est le secteur agroalimentaire. Par exemple, Danone a versé 420 fois plus de dividendes qu'elle n'a investi dans la transition écologique.

NOM	RAPPORT ENTRE LES VERSEMENTS DE DIVIDENDES / LES INVESTISSEMENTS (CAPEX) VERTS ALIGNÉS AVEC LA TAXONOMIE
Danone	420
Pernod Ricard	41
Carrefour	22
Moyenne des entreprises du CAC 40	4

En conséquence l'ONG Oxfam préconise de modérer les dividendes versés aux actionnaires et de les réorienter vers les investissements verts. Selon elle, un tiers des dividendes et rachats d'actions auraient été suffisants pour financer les besoins en investissements verts nécessaires à la transformation écologique du CAC 40 en 2022.

Au-delà de la transition énergétique l'ONG plaide également pour le développement d'un modèle économique plus juste et inclusif visant à ce que les entreprises ne puissent verser de dividendes que si un salaire décent est accordé sur l'ensemble de leur chaîne de valeur. Elle souhaite également que la rémunération variable des dirigeants d'entreprises soit fortement indexées sur l'atteinte objectifs environnementaux et sociaux.

Lettre rédigée le 18 juin 2024