

Lettre Stratégie d'Investissement

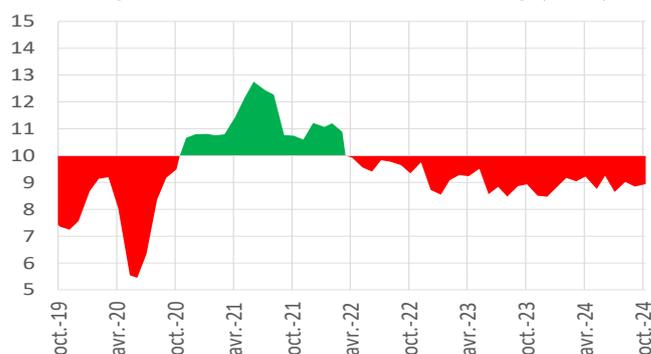
Octobre 2024

FOCUS MACRO : LES ÉTATS-UNIS SUPPORTENT L'ÉCONOMIE MONDIALE ?

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ est stable sur le mois. Elle se situe à 8,9. Cette constance se retrouve à la fois sur la composante niveau et sur la composante tendance. En matière de facteurs, tout comme le mois dernier, la dynamique est globalement neutre à l'exception de la consommation qui connaît une hausse sur la période, permettant à la note de dépasser le seuil de 10. Pour sa part, le PMI global composite connaît une légère baisse (52 au lieu de 52,8). Cette dynamique n'est pas particulièrement inquiétante... tant que la note reste au dessus de 50, soit le niveau d'expansion.

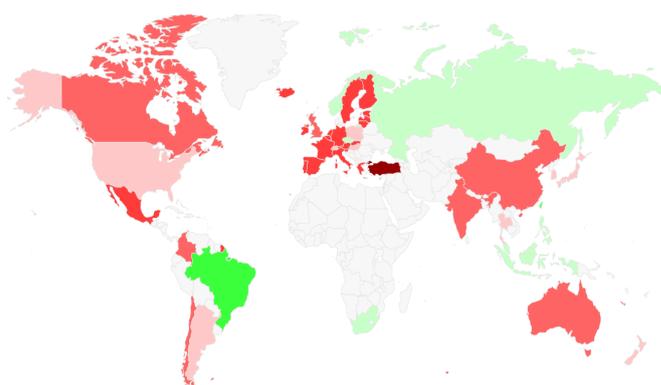
Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso Longchamp AM, Bloomberg

La note des Etats-Unis progresse sur le mois de 8,1 à 9,2. Depuis plusieurs trimestres, les données économiques américaines affichent une volatilité importante, complexifiant l'analyse. Toutefois, une tendance plus favorable semble se dessiner depuis le mois de mai... avec une amélioration notable du facteur consommation. Du côté de la Chine, la note est stable (8,7). Les annonces des autorités devraient entraîner une amélioration de la situation. Du côté de la zone euro, la note, suite à une baisse de -0,5, se situe à 7,7. Avec une croissance attendue de seulement +0,7% en 2024, la zone euro apparaît de nouveau comme une zone faible.

Carte du monde du Sanso Macro Screening



Source : Sanso Longchamp AM, Bloomberg

Les indicateurs de surprises économiques évaluent les différences entre les attentes et les publications. La banque américaine Citi publie des indicateurs de ce type pour les principales zones géographiques. **Récemment, les États-Unis ont surpris positivement les économistes...** Le consensus pour la croissance américaine en 2024 a d'ailleurs été révisé à la hausse au cours des derniers mois. Les surprises économiques en zone euro et en Chine s'améliorent depuis quelques semaines... Historiquement, cela est logique puisque les États-Unis sont précurseurs des tendances.

Le graphique du mois

Indicateur de surprises économiques



Source : Sanso Longchamp AM, Bloomberg, Citi

La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) est stable. Elle se situe à 60%. Les indicateurs avancés n'envoient pas un signal très positif mais ils sont compensés par les annonces des autorités chinoises pour soutenir l'activité. Dans ce contexte, la probabilité d'un scénario négatif (ralentissement réel pouvant se transformer en récession) est également stable (35%). Les élections américaines et le conflit au Moyen-Orient sont deux facteurs exogènes à l'économie qu'il faudra suivre. 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.

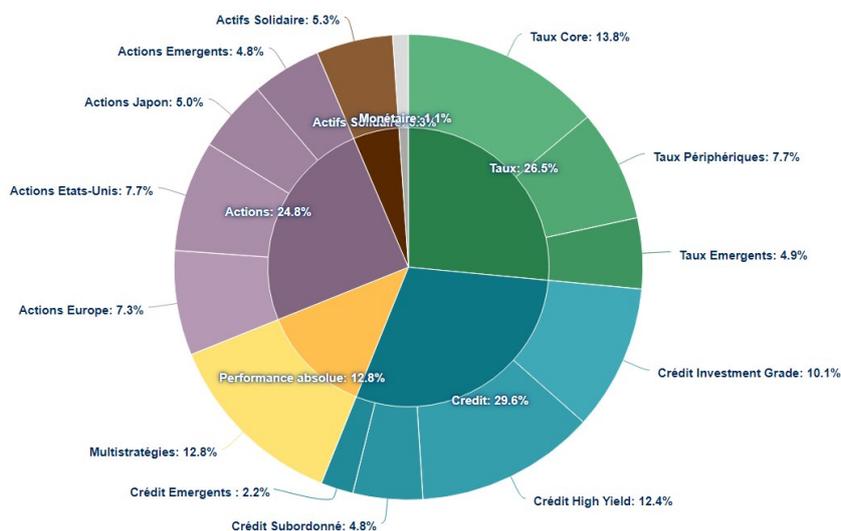
FOCUS ALLOCATION : LA CHINE, DES ANNONCES QUI CHANGENT TOUT ?

par Cyriaque DAILLAND

Les autorités chinoises ont annoncé durant les dernières semaines de nombreuses mesures afin de soutenir l'activité. Ces annonces étaient espérées par les investisseurs depuis longtemps... Mais rien dans l'agenda des autorités ne permettait de les anticiper maintenant. Cette surprise explique d'ailleurs la violence de la réaction des investisseurs (+39% sur le MSCI Chine). En matière de taille, bien que ce programme soit important, il reste encore des incertitudes pour évaluer son ampleur. Au-delà des montants, la spécificité de ce plan est son aspect multidimensionnel (budget, politique monétaire, immobilier et marchés financiers). Les autorités chinoises ont donc décidé exceptionnellement de traiter les différentes faiblesses de l'économie en même temps. **D'un point de vue de gestion stratégique, une meilleure visibilité est nécessaire avant de faire évoluer de neutre à positif notre position sur les actions émergentes. Toutefois, dès que cela sera clair, une position constructive devrait être implémentée dans le portefeuille.**

Positions au 21/10/2024	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 construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée** avec une prise en compte systématique de critères extra financiers.



FOCUS MARCHÉ : GÉOPOLITIQUE, PÉTROLE ET MARCHÉS FINANCIERS

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Depuis plus de 50 ans, le pétrole constitue l'une des variables les plus suivies sur les marchés financiers en raison notamment de la dépendance des économies aux énergies fossiles. Si les prix répondent à une logique d'offre et de demande, l'histoire montre qu'ils sont aussi sujets à d'autres influences mais aussi de chocs tout aussi difficiles à anticiper. Retour sur un demi siècle d'histoire :

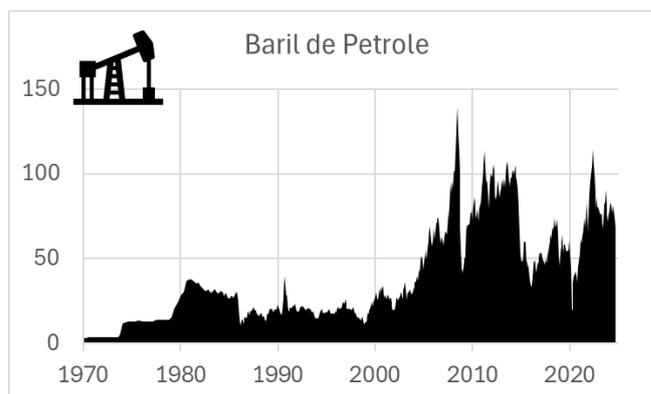
Lorsqu'en 1973, les pays membres de l'OPEP ont déclenché un embargo pétrolier contre les nations soutenant Israël dans la guerre du Yom Kippour, le prix du pétrole est passé en quelques semaines de 3 à 12\$ le baril entraînant les principales économies dans une spirale inflationniste et une profonde récession. Les conséquences sur les marchés actions de ce premier choc pétrolier furent sévères avec un repli de près de 50% sur la bourse américaine illustrant ainsi l'influence de ce qu'on appellera désormais l'or noir sur l'équilibre mondial.

Le deuxième choc pétrolier à la fin des années 70 qui trouve sa source dans la révolution iranienne a aussi perturbé l'approvisionnement mondial en pétrole. Les prix ont atteint les 40\$/b relançant une inflation qui s'était à peine remise du premier choc et qui perdurera jusqu'au milieu des années 80. En revanche, malgré un nouvel impact économique significatif, les marchés actions sont restés beaucoup plus mesurés dans leur réaction.

Mais dans les années 1980, en réponse aux prix élevés, de nombreux pays, notamment les États-Unis, ont cherché à développer leurs propres réserves pétrolières. L'Arabie saoudite et d'autres membres de l'OPEP ont également inondé le marché entraînant une surabondance avec pour conséquence une chute des prix jusqu'à environ 10\$ le baril à la fin des années 1980.

Et au début des années 90, l'invasion du Koweït par l'Irak a brièvement refait remonter les prix de 15\$ à 41\$ le baril. Mais cette fois, l'impact sur l'inflation et l'économie est resté limité, seuls les marchés actions ont corrigé sévèrement au cours de l'été mais cela ne fut que temporaire grâce à la libération rapide du Koweït.

Les années 2000 ont vu une montée en flèche des prix du pétrole en raison d'une combinaison de divers facteurs. D'abord géopolitiques avec la guerre contre le terrorisme menée par les États-Unis en Afghanistan et en Irak, puis macro-économiques avec la montée en puissance de la Chine et de l'Inde provoquant une forte augmentation de la demande de pétrole dont les prix ont culminé à plus de 140\$/b en 2008. Et puis la crise financière qui a suivi, a plongé les économies dans une profonde récession et fait chuter les prix jusqu'à moins de 40\$/b.



Si au début des années 2010, les prix sont restés relativement élevés en raison des tensions dans plusieurs pays producteurs (Lybie, Egypte, Syrie, Iran), la décennie marque un tournant dans l'industrie pétrolière avec l'émergence du pétrole de schiste américain qui crée de nouveaux équilibres géopolitiques. En effet, grâce à cette nouvelle technologie, les États-Unis sont devenus auto-suffisants et ont réduit la dépendance mondiale vis-à-vis de l'OPEP. Cette augmentation de l'offre a contribué à une baisse des prix à partir de 2014, tombant sous les 30\$ le baril en 2016.

Pour faire face à cette concurrence du schiste, l'OPEP a formé une alliance avec d'autres producteurs, dont la Russie, pour gérer l'offre et stabiliser les cours. Cet accord a permis de maintenir les prix du pétrole dans une fourchette relativement stable.

Plus récemment, la pandémie du Covid19 a provoqué une chute brutale de la demande de pétrole en raison des confinements mondiaux, entraînant même un bref passage du brut en territoire négatif en avril 2020. Et l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022 a déclenché une nouvelle crise énergétique mondiale. La Russie étant l'un des plus grands exportateurs de pétrole, les sanctions internationales et les perturbations des approvisionnements ont fait grimper les prix du pétrole, atteignant plus de 120\$ le baril en mars 2022.

Aujourd'hui, la pression pour passer aux énergies renouvelables et les politiques de réduction des émissions de carbone ont ajouté une nouvelle dimension à la géopolitique pétrolière. Les investissements dans les énergies fossiles se font plus rares, tandis que les producteurs de pétrole traditionnels doivent s'adapter à une nouvelle ère énergétique.

Pour conclure, il nous semble que la concurrence accrue entre les pays producteurs couplée aux politiques mondiales sur le climat avec le développement des énergies renouvelables devraient conduire à moins de volatilité sur les prix du pétrole. On aura d'ailleurs noté que les récentes tensions entre Israël et ses voisins n'auront eu que très peu d'impact tant sur les prix du baril que sur les marchés financiers.

FOCUS ISR : BUDGETS CARBONE ET RÉSERVES FOSSILES

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Comme nous l'expliquions dans le focus ISR publié en mars dernier les émissions de gaz à effet de serre d'une entreprise sont mesurées en suivant la méthode établie par le Greenhouse Gas Protocol (GHG Protocol) qui distingue 3 scopes :

- le scope 1 qui couvre les émissions directes d'une entreprise. Celles-ci peuvent, par exemple, être liées à sa flotte de véhicules ou à l'utilisation de combustibles fossiles dans ses usines.

- le scope 2 qui 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.

- le Scope 3 qui regroupe toutes les autres émissions liées à la chaîne de valeur de l'entreprise et à l'utilisation de ses produits. Il représente en moyenne 90% des émissions d'une entreprise avec toutefois des disparités importantes selon les secteurs.

Ces données permettent de faire un état des lieux des émissions actuelles de l'entreprise et de se rendre compte de sa capacité à réduire ses émissions dans le passé. Toutefois elles ne prennent pas en compte les objectifs de réduction des émissions des sociétés pour les années et décennies qui viennent.

C'est pourquoi les agences de notation ESG proposent désormais presque toutes des services permettant d'évaluer l'alignement des entreprises avec les Accords de Paris sur le climat ou la trajectoire de température des entreprises.

Concrètement, une agence de notation ESG qui fournit ce service va par exemple indiquer que, selon ses calculs, l'entreprise A se situe sur une trajectoire 1.7° tandis que l'entreprise B se situe sur une trajectoire 3°.

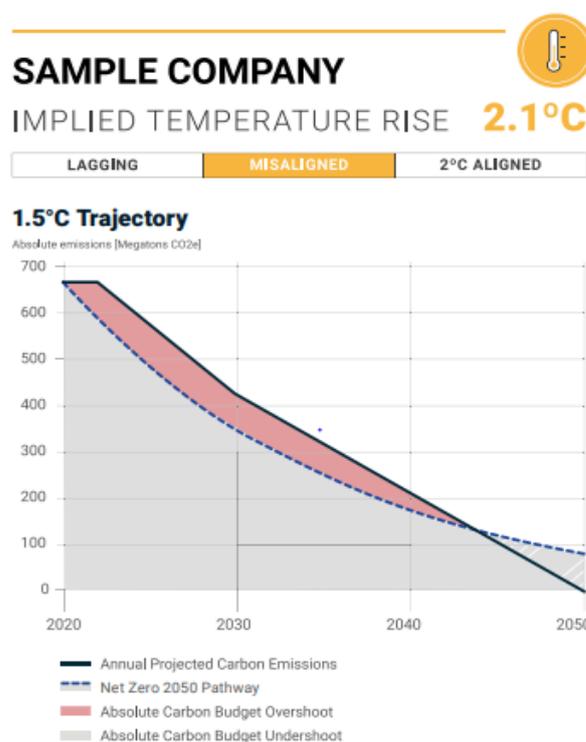
Cela signifie que, si les émissions de l'ensemble de l'économie évoluaient au même rythme que celles de l'entreprise A, alors le climat se réchaufferait de 1.7° alors que le réchauffement attendrait 3° si la trajectoire suivie était celle de l'entreprise B.

Pour délivrer cette information les agences de notation utilisent deux types de données :

- Des informations en provenance de l'entreprise relatives aux émissions passées et aux cibles de réduction des émissions. Ces données vont permettre de déterminer quelles seront les émissions de l'entreprise dans les années et décennies qui viennent si elle respecte ses engagements.

- des données issues de modèles de transition tels que ceux du NGFS (Network for Greening the Financial System) qui permettent de déterminer les niveaux d'émissions par secteur et par pays compatibles avec un certain niveau de réchauffement. Ces modèles permettent de savoir de quel budget carbone une entreprise dispose pour respecter un niveau de réchauffement donné.

En croisant ces deux types d'informations, les agences de notation peuvent calculer la trajectoire climat de l'entreprise en tenant compte de ses niveaux d'émission actuels, de ses objectifs et des spécificités de son activité.



Source : MSCI

Cette information est utile pour les investisseurs puisqu'elle peut être utilisée :

- pour prendre en compte le degré d'alignement des entreprises avec les accords internationaux sur le climat dans la sélection de titres,

- pour déterminer la trajectoire climat d'un portefeuille puisqu'il est possible d'agrèger les données disponibles au niveau des entreprises individuelles.

Lettre rédigée le 21 octobre 2024

