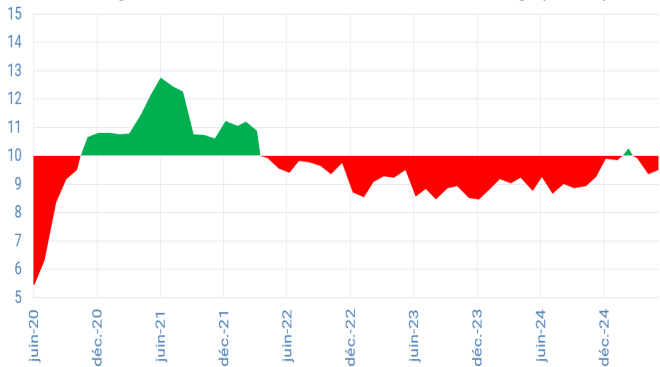


FOCUS MACRO : L'ECONOMIE MONDIALE RALENTIT... SANS DECROCHER

Par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse marginalement de 9,4 à 9,5. Au niveau des composantes, la tendance s'améliore légèrement. Parmi les facteurs, la dynamique est hétérogène. D'un côté, la note des échanges progresse du fait d'une accélération avant la mise en place des tarifs douaniers américains. À l'inverse, la note des indicateurs avancés continue de baisser. Le PMI composite global confirme cette dynamique en passant de 52,1 à 50,8 au mois d'avril. Même si D. Trump semble plus ouvert aujourd'hui à la négociation, l'économie mondiale sera impactée par l'incertitude actuelle.

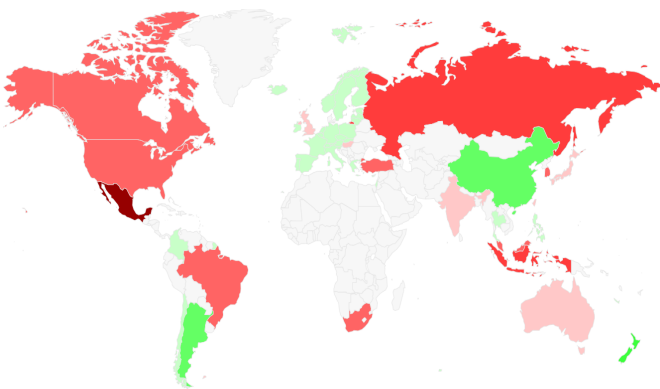
Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso Longchamp AM; Bloomberg

La note de la Chine augmente significativement ce mois-ci, passant de 9,3 à 11,4. Cette note est relativement volatile depuis le début de l'année. Ce sont les trois facteurs (activité, échanges et consommation) qui expliquent principalement cette hausse. Concernant la zone euro, la baisse est marginale, mais elle reste au dessus de 10. Le Japon est dans une dynamique similaire, mais sa note passe, pour sa part, sous 10. Plus inquiétant, la note des États-Unis continue de se détériorer en avril. Cette baisse s'explique par le facteur activité, qui passe de 11,8 à 8,1. Cette correction montre que l'économie américaine ralentit actuellement... sans toutefois décrocher de manière sévère.

Carte du monde du Sanso Macro Screening



Source : Sanso Longchamp AM; Bloomberg

Le FMI a publié en avril ses perspectives pour l'économie mondiale. L'analyse est relativement pessimiste, puisqu'elle révisé à la baisse ses prévisions de croissance 2025 pour quasiment tous les pays par rapport à janvier. La principale explication à cette révision est à chercher du côté des droits de douane, qui pourraient atteindre des niveaux jamais vus depuis un siècle. De plus, la révision à la baisse de 2025 n'est pas compensée par un rebond en 2026. Paradoxalement, à l'opposé de l'objectif de D. Trump, les États-Unis seraient le pays le plus impacté négativement par un ralentissement économique mondial.

Le tableau du mois

Prévision de croissance du FMI

	2024	Projections		Difference from January 2025 WEO Update ¹	
		2025	2026	2025	2026
World Output	3.3	2.8	3.0	-0.5	-0.3
Advanced Economies	1.8	1.4	1.5	-0.5	-0.3
United States	2.8	1.8	1.7	-0.9	-0.4
Euro Area	0.9	0.8	1.2	-0.2	-0.2
Germany	-0.2	0.0	0.9	-0.3	-0.2
France	1.1	0.6	1.0	-0.2	-0.1
Italy	0.7	0.4	0.8	-0.3	-0.1
Spain	3.2	2.5	1.8	0.2	0.0
Japan	0.1	0.6	0.6	-0.5	-0.2
United Kingdom	1.1	1.1	1.4	-0.5	-0.1
Canada	1.5	1.4	1.6	-0.6	-0.4
Other Advanced Economies ²	2.2	1.8	2.0	-0.3	-0.3
Emerging Market and Developing Economies	4.3	3.7	3.9	-0.5	-0.4
Emerging and Developing Asia	5.3	4.5	4.6	-0.6	-0.5
China	5.0	4.0	4.0	-0.6	-0.5
India ³	6.5	6.2	6.3	-0.3	-0.2
Emerging and Developing Europe	3.4	2.1	2.1	-0.1	-0.3
Russia	4.1	1.5	0.9	0.1	-0.3
Latin America and the Caribbean	2.4	2.0	2.4	-0.5	-0.3
Brazil	3.4	2.0	2.0	-0.2	-0.2
Mexico	1.5	-0.3	1.4	-1.7	-0.6

Source : FMI

La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) est stable à 60 %. Le mois dernier, suite aux annonces chocs de D. Trump, la probabilité de ce scénario avait baissé de 5%. La position de négociation que le président américain a adoptée depuis confirme notre première analyse d'un impact réel mais qui devrait être limité des tarifs douaniers sur l'économie mondiale. Dans cette perspective, la probabilité d'un scénario négatif (ralentissement réel) est stable à 40%. Le scénario positif (rebond significatif) présente, dans ce contexte, une probabilité nulle.

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.

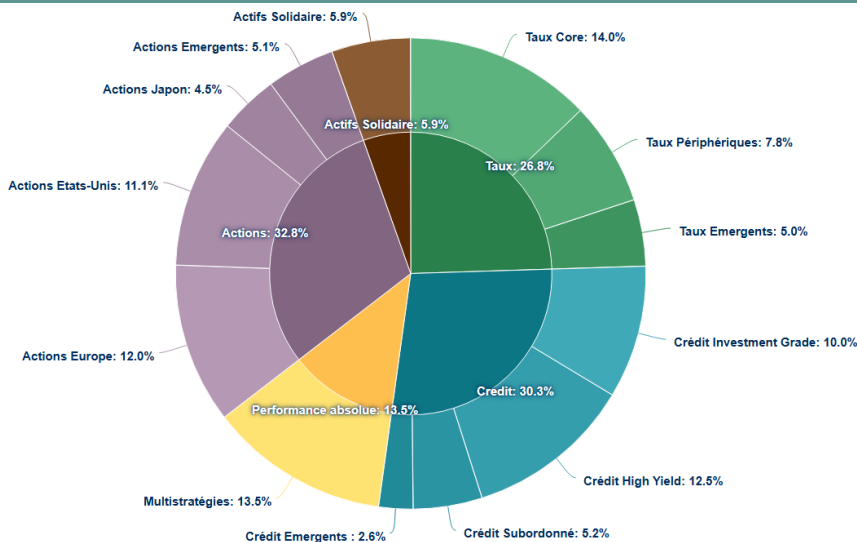
FOCUS ALLOCATION : LES TARIFS DOUANIERS SONT-ILS DÉJÀ OUBLIÉS ?

par Cyriaque DAILLAND

Le VIX a dépassé 60 au début du mois d'avril... Celui-ci n'a atteint ce niveau au cours des vingt dernières années qu'en 2008, 2020 et 2024. En quelques semaines, le VIX a fortement baissé pour repasser récemment sous la barre des 20. Le comportement de la volatilité implicite est représentatif du sentiment des investisseurs. Les classes d'actifs risqués comme les actions ou le crédit ont ainsi effacé, en grande partie ou intégralement, la baisse récente. L'impact des tarifs douaniers semble ainsi avoir été oublié par certaines classes d'actifs... mais l'histoire est différente pour les taux ou le dollar, qui sont loin d'avoir retrouvé les mêmes cours qu'avant les annonces de D. Trump. **De notre point de vue, des facteurs macro, comme le risque inflationniste ou une défiance vis-à-vis de la FED, pèsent logiquement et directement sur ces actifs... Mais attention, car les actions ou le crédit ne seront pas immunisés si ces risques venaient à se confirmer. Dans ce cas-là, flexibilité et réactivité seront clés pour piloter l'allocation.**

Positions au 19/05/2025	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			↔	
DEVISES vs EUR							
			USD			↔	
				JPY		↔	
			G10			↔	
			Emergents			↔	

Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions**. Le portefeuille est construit pour répondre à une approche **flexible et diversifiée** avec une prise en compte systématique de critères extra financiers.



FOCUS MARCHÉ : SELL IN MAY AND GO AWAY ? MYTHE OU REALITE?

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

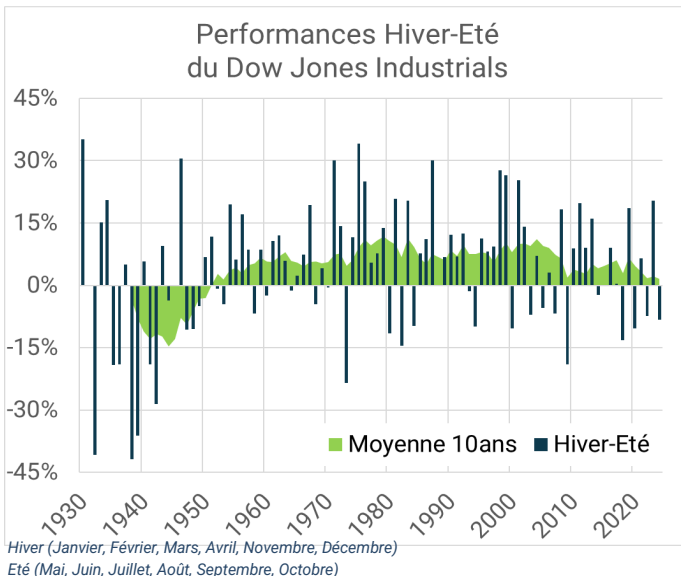
Il n'est pas rare, à cette époque de l'année, d'entendre resurgir ce vieil adage de Wall Street incitant à faire une pause dans les investissements pour les mois à venir : *Sell in May and Go Away !*, traduction libre de « Vendez en mai, partez en vacances ! ». Cet adage suggère que les rendements boursiers seraient historiquement plus faibles entre mai et octobre, comparativement à la période de novembre à avril. Il invite donc, en théorie, à désinvestir temporairement des actifs risqués au printemps, pour réallouer son capital à l'automne.

Cette idée trouve ses racines dans les pratiques historiques de la City londonienne : les banquiers partaient en villégiature durant l'été, réduisant significativement les volumes et la liquidité du marché. La version complète de l'adage est d'ailleurs : *"Sell in May and go away, and come back on St. Leger's Day."*

Un investisseur avisé pourrait ainsi améliorer ses rendements en se retirant des marchés au printemps et en revenant à l'automne, du simple fait de la baisse d'activité estivale, et donc de performances boursières moins porteuses.

Mais qu'en est-il aujourd'hui, à l'heure des marchés globalisés, numérisés et interconnectés quasiment 24h/24 ?

Une première analyse sur une (très) longue période, en prenant l'indice Dow Jones Industriels comme référence de marché, est déjà riche d'enseignements. Comme le montre le graphique ci-dessous, il semble qu'effectivement, depuis les années 1950, l'hiver est plus porteur que l'été en matière de performances boursières.



Cela peut sembler ironique, puisque c'est justement à cette période que l'on trouve la première mention de l'adage dans le *Stock Trader's Almanac*, alors que les performances de l'époque ne montraient pas encore cette saisonnalité. Il est vrai que depuis, la supériorité de

l'hiver par rapport à l'été ne fait guère de doute : sur près de 100 ans d'historique, les performances hivernales ont été supérieures aux estivales dans 60 cas, avec un écart moyen de près de 4 % ce qui est considérable sur des périodes de 6 mois.

N'y voyons pas toutefois une martingale car certaines années ont contredit l'adage. Ce fut notamment le cas en 1973 (premier choc pétrolier) ou en 2009 (reprise après la crise financière), où il valait mieux rester investi durant l'été.

On observe aussi, au cours des dernières années, une tendance baissière des écarts, avec une forme d'alternance régulière depuis 10 ans.

Globalement, force est de constater qu'une stratégie naïve consistant à ne s'investir sur le marché américain qu'en hiver et à rester en dehors le reste de l'année aurait été largement plus profitable qu'une stratégie investie de façon permanente et passive.

Pour donner plus de consistance à l'affirmation, nous avons élargi l'analyse à d'autres marchés sur une période allant de 1988 à 2024, soit 36 années complètes.

Indice (*)	S&P500	Stoxx600	CAC40	Topix
Hiver	7.1%	7.5%	8.3%	4.2%
Eté	2.6%	-1.1%	-2.2%	-1.7%
Success	64%	72%	78%	61%
Worst Case	-14.7%	-14.4%	-12.5%	-36.5%

* : Performances moyennes en devises locales hors dividendes de 1988 à 2024, soit 36 années.

Hiver : Janvier, février, Mars, Avril, Novembre & Décembre,

Eté : Mai, Juin, Juillet, Août, Septembre, Octobre

Success : (Nb d'années où Hiver>Eté)/36

Les résultats confirment l'effet observé. Aux États-Unis, le S&P 500 réalise une performance presque 3 fois supérieure en hiver qu'en été. Ailleurs, le contraste est encore plus saisissant, avec des performances estivales négatives en Europe, en France et au Japon. Le taux de succès qui mesure la proportion d'années pour lesquelles l'adage se vérifie semble significativement supérieur à 50 %, et atteint même près de 80 % sur le CAC 40 !

De là à dire que les Français décrochent davantage durant l'été... Les années les plus défavorables (*worst cases*) permettent toutefois de relativiser le phénomène.

L'adage « *Sell in May and Go Away* » est une curiosité statistique qui met en évidence une forme de saisonnalité sur les marchés. En lien avec les traditionnels *rallye de fin d'année* ou *effet janvier*, la période estivale semble plus délicate à aborder que le reste de l'année pour les investisseurs. Mais, comme souvent, l'effet n'est ni universel ni systématique et ne doit pas pour autant nous empêcher de profiter sereinement de l'été.

FOCUS CLIMAT : LES ENCOURS PARTENT, LES PROBLÈMES RESTENT

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Le 28 avril dernier, Carmignac annonçait l'absorption du compartiment *Climate Transition* de sa SICAV Carmignac Portfolio par le compartiment *Tech Solutions*. Cette décision est symptomatique d'un phénomène plus large : le recul des encours des fonds actions internationales axés sur la thématique du climat.

En trois ans, les encours d'une vingtaine de fonds actions internationales gérés par diverses sociétés de gestion européennes ou nord-américaines et comportant le mot « climat » ou un terme approchant dans leur nom sont passés de 27,5 à 20 milliards d'euros. Sur la base de l'historique des encours et des valeurs liquidatives nous estimons que la quasi-totalité de cette baisse s'explique par de la décollecte.

Selon nos calculs, les trois-quarts des fonds enregistrent des rachats compris entre 10% et 50% de leur encours en début de période. Seuls deux d'entre eux connaissent une progression nette grâce à des souscriptions.

Cela peut paraître paradoxal dans un contexte où les effets du changement climatique sont plus visibles que jamais, et où l'année 2024 a été la plus chaude jamais enregistrée depuis le début de l'ère industrielle, selon Copernicus le programme européen de référence en matière de suivi du changement climatique.

Ce mouvement de décollecte peut s'expliquer en partie par les performances décevantes de ces stratégies. En effet, alors que l'indice MSCI World progresse de 27 % sur la période, les vingt fonds étudiés enregistrent des variations comprises entre +27 % et -43 %, avec une moyenne de +1 % et une médiane à +5 %.

Beaucoup des ces stratégies investissent en effet la grande majorité voire la totalité de leurs actifs dans des actions d'entreprises développant des solutions pour la transition énergétique : énergies renouvelables, véhicules électriques, matériaux d'isolation, etc.

Or, la plupart de ces secteurs enchainent les années difficiles en bourse sur fond de remontée des taux, d'intérêts, de problèmes logistiques et de surcapacités et, bien sûr, d'évolution du contexte politique américain pour ne citer que quelques facteurs défavorables.

L'indice S&P Clean Energy, centré sur les énergies renouvelables, enregistre ainsi une baisse de 40 % sur la période, tandis que le FTSE Environmental Opportunities qui couvre les solutions environnementales

de manière plus large progresse de 15 %, soit un niveau toutefois bien inférieur à celui du MSCI World.

D'autres stratégies, plus limitées en nombre mais plus résilientes en termes de performances, investissent non seulement dans des entreprises qui proposent des produits ou services facilitant la transition énergétique mais également dans des sociétés qui mettent en œuvre des actions de pointe pour réduire leurs émissions de gaz à effet de serre et gérer l'ensemble des risques liés au changement climatique, qu'il s'agisse de potentielles nouvelles réglementations, de l'évolution des préférences des consommateurs ou de la multiplication des événements climatiques extrêmes.

C'est le cas de notre fonds *Sanso Smart Climate*, dont l'objectif est de délivrer un couple rendement/risque proche de celui du MSCI World, tout en se démarquant fortement sur les métriques climat et ESG.

	Sanso Smart Climate	MSCI World	Différence avec l'indice
Intensité carbone (Scope 1, 2 et 3, teCO2/MUSD CA)	439	827	-46,9%
Part du CA sur des activités vertes (% CA)	12,8%	7,9%	62,0%
Score Climate Risk Exposure	6,8	6,0	13,3%
Score Climate Risk Management	7,8	6,1	27,9%
Score ESG	7,01	5,00	40,2%
Investissements durables	81,6%	42,4%	92,5%

Pour atteindre ces objectifs les gérants basent leur sélection de titres sur des modèles climat, ESG et financiers propriétaires et construisent un portefeuille très diversifié présentant relativement peu de biais sur le plan des styles, des régions ou encore des secteurs.

Cette gestion est rendue possible par la complémentarité de l'équipe qui réunit des experts de l'ESG et du climat, de l'évaluation financière des entreprises sous un angle quantitatif, du traitement de la donnée et du développement d'outils d'aide à la décision.

Cette approche disciplinée et exigeante mise en œuvre depuis près de 5 ans dans un cadre institutionnel et depuis 2021 via un fonds ouvert nous a permis d'obtenir la 3ème meilleure performance sur 3 ans du groupe de 20 fonds évoqué précédemment.

Elle peut donc constituer une solution pertinente pour des investisseurs désireux de rester positionnés sur cette thématique tout en évitant de trop forts écarts vis-à-vis du marché global.

