

Lettre Stratégie d'Investissement

Octobre 2025

FOCUS MACRO : UNE ÉCONOMIE MONDIALE TOUJOURS MOYENNE

Cyriaque DAILLAND

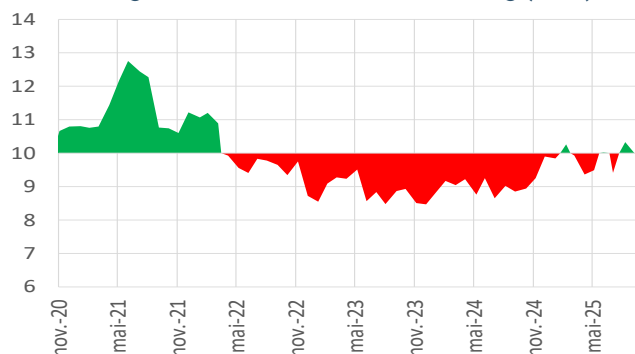
La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ recule légèrement de 10,0 à 9,9. Du côté des composantes, la tendance se dégrade de façon limitée alors que le niveau augmente faiblement. Parmi les facteurs, des dynamiques hétérogènes subsistent. Les indicateurs avancés enregistrent une baisse notable en passant de 11,8 à 10,1, tout comme le PMI composite mondial qui corrige de 52,9 à 52,4. Dans le même temps, des facteurs liés à l'économie réelle tels que la consommation ou les échanges rebondissent. En bref, l'économie mondiale confirme sa résilience de mois en mois... sans toutefois s'accélérer.

Au niveau des notes des principales économies (États-Unis, Chine, Zone euro et Japon), la situation atypique du mois d'août se confirme en septembre avec des notes très proches entre ces quatre principales zones. Les notes de ces quatre pays évoluent ainsi toutes autour de 10. Certes, la Chine connaît une amélioration à la marge de sa note de 9,9 à 10,1 grâce à un rebond de la consommation et de l'activité. Mais ce mouvement reste très limité. La zone euro est dans une situation relativement similaire avec une note qui progresse de 9,4 à 9,9 grâce à un rebond du facteur activité. De leur côté, le Japon et les États-Unis affichent des notes extrêmement stables sur le mois de septembre.

La FED a un double mandat : maintenir la stabilité des prix et maximiser l'emploi. Actuellement, le taux de chômage apparaît comme stable alors même que les créations d'emplois ralentissent. Cette configuration étonnante s'explique, comme la FED de Dallas le montre dans une étude récente, principalement par une démographie moins porteuse liée à la politique migratoire menée par le gouvernement américain. Ainsi, la FED de Dallas estime que **l'économie américaine a simplement besoin de 30 000 créations d'emplois par mois pour équilibrer le taux de chômage...** bien loin du niveau de 200 000 de l'année 2023.

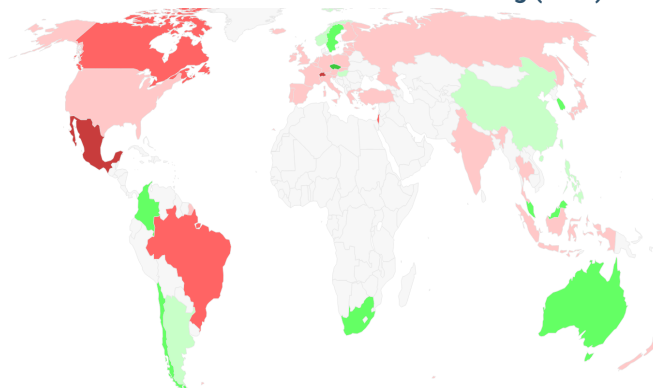
La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) est stable à 65 %. La dynamique actuelle de l'économie confirme la résilience de l'activité malgré des éléments négatifs comme les tarifs douaniers, la géopolitique ou encore le shutdown américain. L'intelligence artificielle explique certainement en partie la bonne tenue de l'activité. La probabilité d'un scénario négatif (ralentissement marqué) se situe à 40 %. L'inflation américaine ou une reprise de la guerre commerciale sont les risques à surveiller. Le scénario positif (rebond significatif) conserve quant à lui une probabilité nulle.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



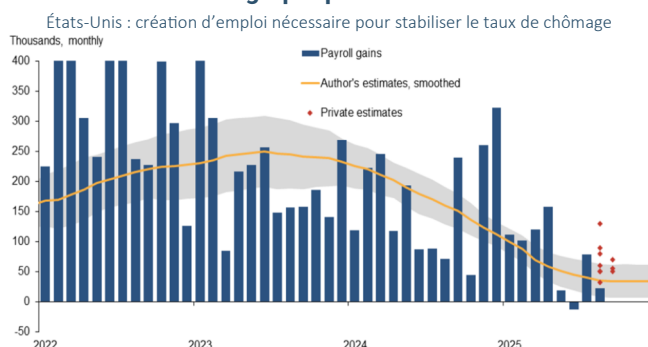
Source : Sanso Longchamp AM; Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso Longchamp AM; Bloomberg

Le graphique du mois



Source : FED Dallas

¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries de 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.

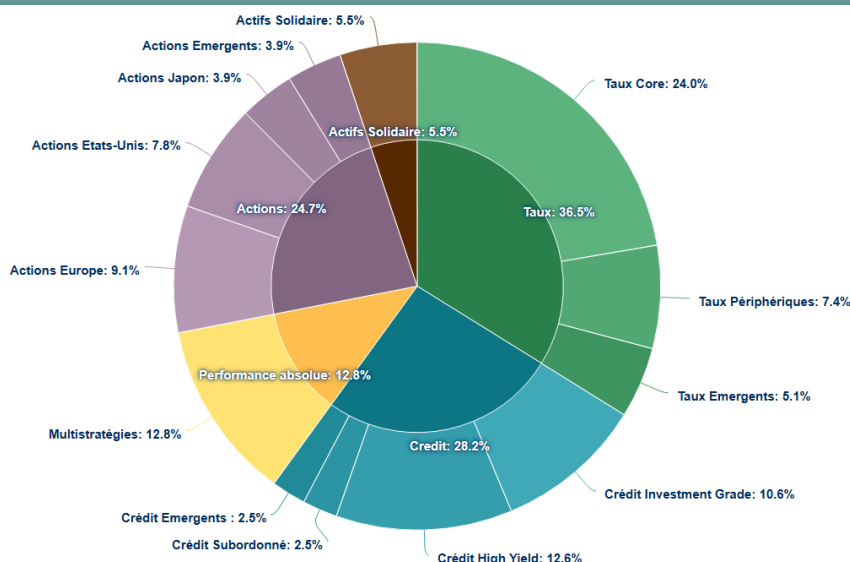
FOCUS ALLOCATION : FAUT-IL INVESTIR SUR LE CRÉDIT « HIGH BETA » ?

Cyriaque DAILLAND

Le crédit « high beta », constitué des obligations d'entreprises à haut rendement, des obligations d'entreprises des pays émergents et des obligations subordonnées, a connu des performances impressionnantes depuis la crise de 2022. Cette forte hausse s'explique à la fois par un portage élevé et un resserrement significatif des spreads. De notre point de vue, les fondamentaux du crédit « high beta » restent bien orientés. Certes, le taux de défaut des obligations d'entreprises à haut rendement augmentera en 2026 en zone euro, mais de manière finalement contenue. Au niveau des émergents, la dynamique structurelle reste porteuse, mais l'intérêt à court terme apparaît plus limité. Les obligations subordonnées sont solides, avec un système bancaire européen très bien contrôlé, mais cette réalité est déjà dans les prix. **Ainsi, concernant les subordonnées, notre allocation stratégique a évolué de positive à neutre ce mois-ci afin d'intégrer un couple rendement/risque moins attractif.**

Positions au 20/10/2025	Négatif		Neutre	Positif		Evolutions	Stratégies
	--	-	=	+	++		
CLASSES D'ACTIFS (en absolu)							
		Monétaire				↔	
			Obligations			↔	
				Crédit		↔	
		Actions				↔	Pas de préférence géo.
OBLIGATIONS (en relatif)							
			Core			↔	Etats-Unis (10 ans)
			Périphériques			↔	Grèce et Italie
			Emg Local			↔	
			Emg Hard			↔	
CREDIT (en relatif)							
			Invest. Grade			↔	
				High Yield		↔	Cross Over, Eurozone
			Subordonnées			↔	
			Emergents			↔	Amérique latine
ACTIONS (en relatif)							
			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 : L'OR, ACTIF TOTAL DANS UN MONDE FRAGMENTÉ

Michel MENIGOZ et Enzo PEREIRA

L'or fait un retour remarqué dans les portefeuilles, surfant sur la vague d'un monde incertain et d'un cycle monétaire en mutation. Le métal jaune s'impose de nouveau comme valeur refuge : il a bondi de plus de +60 % depuis le début de l'année 2025, atteignant un niveau record de plus de 4 200 \$ l'once, contre 2 600 \$ fin 2024.

Cette envolée reflète à la fois l'apaisement des politiques monétaires après deux ans de resserrement agressif, la reprise des achats massifs des banques centrales et un regain d'intérêt structurel des investisseurs institutionnels pour les actifs tangibles face à la défiance vis-à-vis du dollar et des dettes souveraines. Le mouvement a été amplifié par un facteur inattendu, la chute du billet vert.

En effet, l'indice DXY a perdu près de 10 % sur le premier semestre 2025, une chute notable qui a affecté de façon considérable le cours de l'or.

La perte de discipline budgétaire américaine, couplée à une montée des risques structurels, a progressivement remis en question le rôle du dollar comme pilier de stabilité dans les allocations globales. En miroir l'or, libellé en dollars, devient mécaniquement plus attractif à la fois comme actif réel et comme alternative monétaire.

L'or est redevenu un actif stratégique pour de nombreuses banques centrales, mais pas forcément celles qu'on suit habituellement.

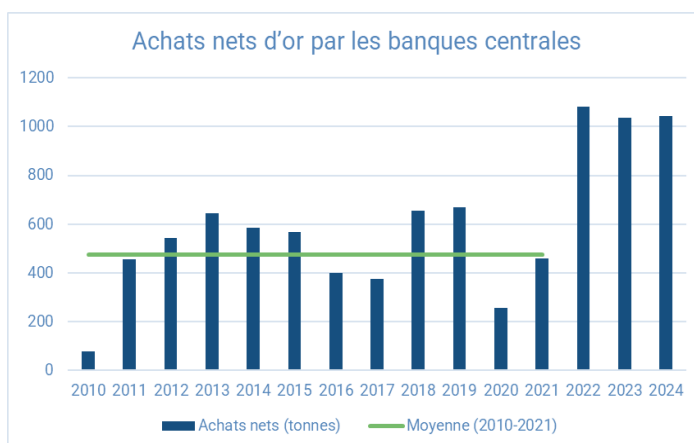
Depuis 2022, la majorité des achats nets officiels d'or ne provient plus des pays du G7, mais des économies non-alignées ou en rivalité avec l'ordre monétaire occidental : Chine, Russie, Turquie, Inde ou encore certains pays du Golfe. Ces flux traduisent une volonté croissante de diversification des réserves et de dédollarisation progressive.

Ce mouvement s'est accéléré dans le sillage de la guerre en Ukraine. Le gel de près de 300 milliards de dollars de réserves russes par les pays occidentaux a été perçu, au-delà du conflit, comme un précédent monétaire systémique.

Dans un monde où les devises de réserve peuvent être gelées sur simple décision politique, l'or a retrouvé une vertu oubliée : il est hors système, hors juridiction, et insaisissable.

Depuis, la Banque populaire de Chine (PBoC) achète discrètement de l'or quasiment tous les mois, augmentant ses réserves déclarées à plus de 2 250 tonnes.

Elle n'est pas seule car depuis 2022, les achats nets des banques centrales ont frôlé 1 100 tonnes, un niveau plus de deux fois supérieur à la moyenne observée sur la décennie écoulée.



Ce regain d'intérêt n'est pas limité aux banques centrales. Du côté des investisseurs privés, les flux vers les ETFs adossés à l'or repartent à la hausse, tandis que les positions nettes sur les marchés à terme atteignent des niveaux records. Dans un contexte d'incertitude géopolitique et de risques de fragmentation monétaire, l'or retrouve une place stratégique dans les portefeuilles diversifiés, y compris chez les institutionnels occidentaux.

Mais cette trajectoire ascendante pose désormais une question essentielle : quelle est la soutenabilité du rallye de l'or à moyen terme ?

En comparant l'envolée actuelle avec le cycle explosif de la fin des années 1970, certains observateurs s'interrogent sur l'éventualité d'une nouvelle bulle alimentée par la défiance monétaire et géopolitique ou bien d'un nouveau régime durable pour l'actif ultime de précaution.

Dans cette perspective, le débat sur les taux neutres, ces taux d'équilibre compatibles avec une croissance stable et une inflation maîtrisée, prend une dimension cruciale.

Si les taux réels de long terme devaient rester durablement plus élevés qu'au cours des quinze dernières années, l'attrait de l'or pourrait mécaniquement s'émousser.

À l'inverse, un environnement marqué par des dettes publiques persistantes, une croissance molle et un plafonnement implicite des taux d'intérêt renforcerait la probabilité d'un régime de taux réels durablement faibles, ce qui constituerait un terreau fertile pour l'or.

Dans un monde fragmenté, l'or devient une assurance systémique. Porté par sa neutralité monétaire, sa liquidité et son immunité politique, il s'impose comme un pilier stratégique.

Reste à voir si cette ruée s'inscrit dans la durée, ou si elle reflète seulement les incertitudes politiques et monétaires liées à l'administration américaine.

FOCUS ISR : VALORISER LES ÉCOSYSTÈMES, UN ENJEU CRUCIAL

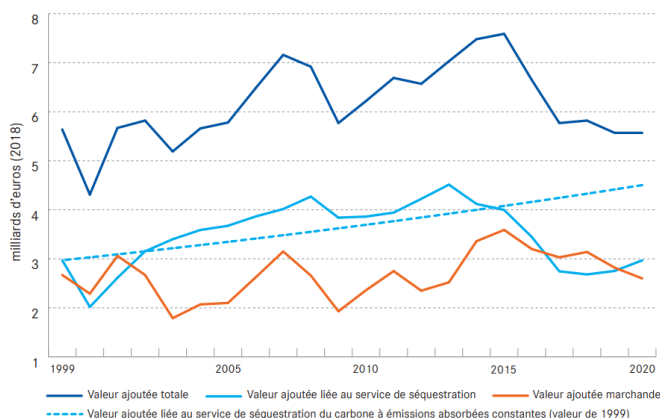
Edmond SCHAFF, Yaël LE SOLLIEC et Léa CITERNE DEBAENE

Dans une note publiée en septembre 2025 intitulée « Compléter les comptes nationaux pour que l'arbre ne cache plus la forêt », le Conseil d'Analyse Économique (CAE) montre comment la valorisation des services écosystémiques (pollinisation, capture du CO₂, régulation des crues, purification de l'eau) pourrait transformer les décisions publiques.

L'étude prend l'exemple de la forêt française, qui couvre près d'un tiers du territoire et absorbe environ 10 % des émissions nationales et rendent également d'autres services tels que la régulation des crues, la purification de l'eau, ou encore des services récréatifs. Valoriser ces services est complexe mais en s'appuyant sur des hypothèses globalement conservatrices telles qu'un coût social du carbone de 185 euros la tonne les experts estiment que la valeur annuelle des services écosystémiques apportée par la forêt française est de 8 Mds d'euros soit près de 3 fois la valeur ajoutée du secteur marchand de la production de bois et de la sylviculture.

De plus l'étude estime que la valeur du carbone stocké dans les arbres et sols des forêts françaises avoisine les 380 Mds d'euros soit plus de 2.5 fois la valeur foncière du parc forestier français. A ce chiffre s'ajoute la valeur actualisée des autres services écosystémiques évaluée à 270 Mds d'euros par l'étude.

Evolution des valeurs ajoutées du secteur forêt-bois



Ces données plaident pour préserver la capacité d'absorption du carbone, divisée par deux en dix ans sous l'effet du changement climatique, et pour réorienter les soutiens publics vers les usages du bois à stockage long (construction, ameublement) plutôt que le bois-énergie, dont le bénéfice climatique reste incertain.

De manière plus large les forêts, les océans ou les sols assurent des fonctions vitales sans lesquelles aucune économie ne peut prospérer. Or, ces services restent invisibles dans les comptes nationaux de la France, alors qu'ils conditionnent la résilience de nos sociétés.

Toutefois la valorisation de la nature n'est plus un concept théorique : elle est devenue un pilier des politiques économiques et climatiques mondiales.

Sous l'impulsion des Nations Unies, le System of Environmental-Economic Accounting (SEEA), désormais adopté par plus de 90 pays, vise à combler cette lacune. Ce cadre relie la comptabilité nationale aux données environnementales pour estimer la valeur monétaire du capital naturel mondial, évaluée à 150 000 milliards de dollars, soit près du double du PIB planétaire.

Ce chiffre repose sur une approche combinant données physiques et évaluation économique des services rendus, fondée sur la valeur de marché lorsqu'elle existe, ou sur des estimations économiques (coût des dommages évités, consentement à payer) pour les services non marchands. Ces montants représentent une richesse écologique actualisée : la somme des bénéfices rendus par la nature sur plusieurs décennies, exprimée en valeur présente.

Face à cette réalité, la finance mondiale s'empare progressivement de l'enjeu. En traduisant la valeur écologique en critères d'investissement et d'allocation du capital, les acteurs financiers jouent un rôle clé pour orienter les flux vers les projets les plus vertueux.

Selon le rapport 2024 de la Finance for Biodiversity Foundation, 60 % des investisseurs institutionnels européens prévoient d'inclure des indicateurs liés à la biodiversité dans leur reporting d'ici 2026. Parallèlement, l'UNEP Finance Initiative estime que le marché mondial des obligations vertes et bleues dédiées à la nature a dépassé les 300 milliards de dollars d'émissions cumulées, en croissance annuelle de plus de 25 %.

Ces dynamiques traduisent une mutation profonde : les écosystèmes deviennent un actif financier à part entière, au même titre que l'énergie, la technologie ou les infrastructures. En tant qu'investisseur responsable l'impact des entreprises sur la nature mais aussi leur dépendance aux services écosystémiques font partie intégrante de nos critères de décisions d'investissements.