

SANSO^{IS}

LETTRE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

DÉCEMBRE 2023

FOCUS MACRO : ATERRISSAGE MAÎTRISÉ DE L'ÉCONOMIE EN COURS

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse marginalement sur le mois en passant de 8,7 à 8,9. Ce mouvement s'explique par une amélioration de la composante tendance. La quasi-totalité des notes des différents facteurs progresse légèrement. Seul le facteur « activité économique » se distingue avec une baisse importante sur la période. Au niveau du PMI global composite, celui-ci progresse de 50,0 à 50,4 sur le mois. Ce niveau correspond certes à une croissance mondiale inférieure à son potentiel mais clairement pas à un scénario de récession... Un atterrissage maîtrisé de l'économie apparaît ainsi aujourd'hui comme l'hypothèse la plus pertinente.

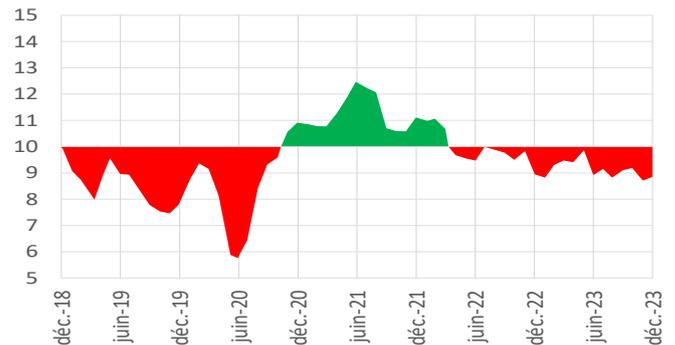
Au niveau pays, la note de la Chine progresse en passant de 9,0 à 9,9. Cette dynamique s'explique par une amélioration de la composante tendance. Celle-ci se situe à 11,1 ce qui montre que le plus difficile est certainement passé au niveau économique. Néanmoins, au niveau des facteurs, il existe encore une forte hétérogénéité laissant à penser que la normalisation de l'activité prendra du temps. La note des États-Unis corrige significativement sur la période en passant de 8,4 à 7,1. Cette détérioration est partagée par tous les facteurs. Il est donc probable que la croissance ralentisse significativement au cours du 4ème trimestre aux États-Unis. Les notes du Japon et de la zone euro sont stables sur la période.

Après plusieurs faux départs, la réunion de la Banque centrale américaine (FED) de décembre a validé le pivot des taux directeurs. Ainsi, selon les projections économiques de la FED, 2024 serait une année de baisse de taux (-0,75% selon la moyenne des participants au FOMC) du fait d'une normalisation de l'inflation et d'une croissance qui s'essouffle. Ce changement de cap de la FED, reste modéré par rapport aux importantes hausses de taux des derniers trimestres. Toutefois, il envoie un signal positif pour les investisseurs : l'état monétaire devrait progressivement se desserrer en 2024, permettant à l'économie d'éviter une forte récession.

La probabilité du scénario négatif (ralentissement marqué pouvant se transformer en récession) est stable. Elle se situe à 55%. La stabilisation de certains indicateurs avancés ou le rebond de l'économie chinoise ne compensent pas encore des données d'activités réelles montrant de plus en plus un ralentissement. Le scénario de croissance modérée a toujours une probabilité de 45%. Le scénario le plus positif (rebond important) affiche une probabilité de 0% au vu de la dynamique économique actuelle.

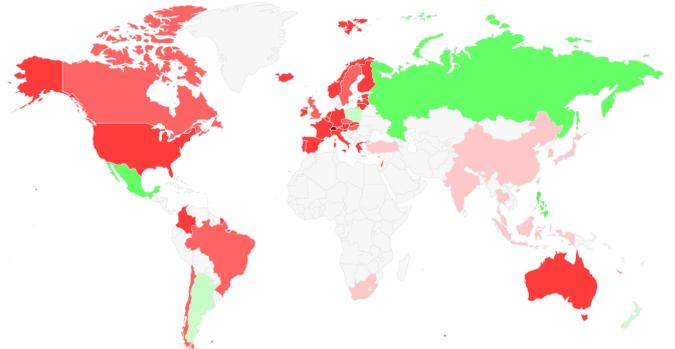
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Projections économiques de la FED (décembre 2023)

Variable	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

Source : FED

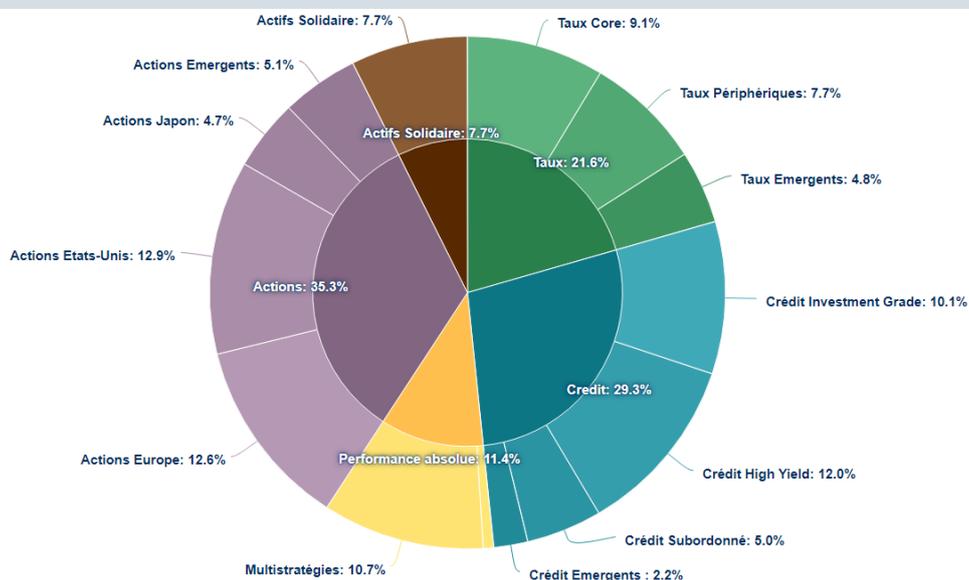
FOCUS ALLOCATION : CASH IS NOT KING

par Cyriaque DAILLAND

Le monétaire est depuis plusieurs trimestres apparu pour les investisseurs comme la classe d'actifs parfaite puisqu'elle offre un rendement élevé (4% en zone euro; 5,25% aux États-Unis) pour un risque par nature très faible, pour ne pas dire inexistant. Mais, avec le pivot que les principales Banques centrales (en particulier la BCE et la FED) ont opéré depuis quelques semaines, la situation a radicalement changé. En effet, si le monétaire offre une sécurité inégalable par rapport aux autres classes d'actifs, il ne permet pas, comparativement aux obligations, ni de protéger un portefeuille en cas de stress ni de figer un portage sur une durée longue. Cela ne veut néanmoins pas dire qu'avoir une poche de monétaire dans un portefeuille diversifié n'a pas d'intérêt car celle-ci permet de pouvoir saisir rapidement les opportunités lorsque l'environnement de marché se dégrade. Toutefois, **étant donné que les obligations souveraines retrouvent aujourd'hui leur place dans une allocation, il nous semble cohérent de faire évoluer notre conviction sur le monétaire de positif à neutre.** Au niveau des obligations souveraines, nous privilégions toujours les obligations américaines et les obligations émergentes en devise locale.

Positions au 18/12/2023	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, Faible Sensi.
			Subordonnées			↔	
			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 : 2023, OPTIMISME INATTENDU ET PERSISTANT

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

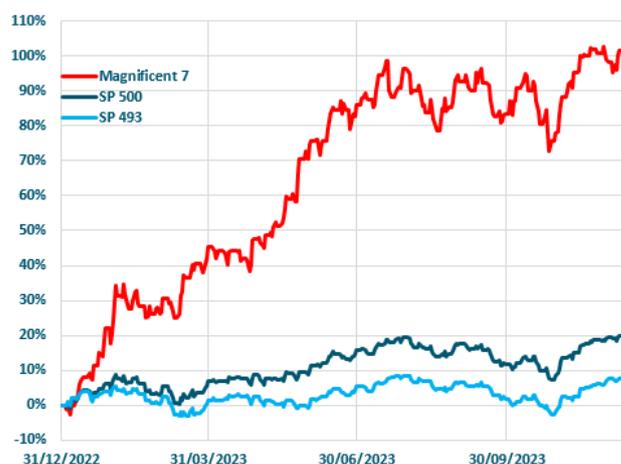
Nous sommes début janvier 2023, et la Réserve Fédérale vient d'annoncer sa septième hausse de taux, intensifiant sa lutte contre l'inflation. Les inquiétudes quant à une récession imminente pèsent sur l'économie américaine depuis un an. De l'autre côté du Pacifique, la Chine rouvre son pays et renonce à sa politique Zero-Covid. Tout laissait présager une année compliquée pour les marchés développés et une reprise fulgurante pour l'empire du milieu...

Mais, douze mois plus tard, les indices boursiers américains et européens affichent des progressions dépassant largement les 20%, tandis que la Chine tire la performance des marchés émergents vers le bas avec un CSI 300 qui baisse de près de 10%. Un scénario peu probable au regard du contexte en début d'année, et encore moins si l'on tient compte d'un flux constant de nouvelles peu engageantes au cours de l'année, avec notamment deux crises bancaires et deux conflits armés.

Alors, au-delà des apparences, quelles sont les forces sous-jacentes qui propulsent cette étonnante trajectoire en 2023 ?

D'abord, l'intelligence artificielle... un concept nébuleux, qui aura joui d'un véritable saut quantique en début 2023 avec l'émergence de ChatGPT. Les valeurs dont les produits sont nécessaires au développement de la technologie (Nvidia...) et celles qui en profiteront dans leur activité (Meta...) ont été portées par des perspectives de croissance revues fortement à la hausse.

Conséquence de ce phénomène, la progression des grandes valeurs telles qu'Apple, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla, rapidement surnommées les "Magnificent Seven", a suscité d'importants débats à propos de leur impact sur le marché. En effet, en les excluant, l'indice S&P 500 afficherait une progression de 9% en 2023, tandis que l'indice officiel est en hausse de +21%, ce qui donne une autre perspective aux performances boursières de l'année.

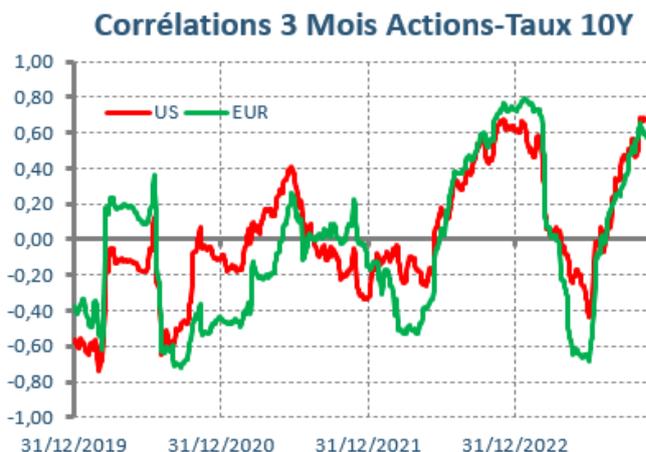


Au-delà des perspectives de croissance, c'est aussi la capacité de la plupart des entreprises cotées à maintenir pour l'instant des marges et des résultats solides dans ce contexte macroéconomique difficile qui a soutenu la performance des marchés actions.

D'un point de vue macroéconomique, plusieurs éléments semblent converger vers un scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine. L'inflation diminue plus rapidement qu'anticipé, et le taux de chômage n'augmente pas significativement malgré la hausse rapide des taux directeurs. La gestion de cette crise inflationniste que certains qualifient déjà de cas d'école a contribué à renforcer la crédibilité de la FED aux yeux des investisseurs.

Cette confiance se reflète dans les performances des marchés, tant sur les actions que sur les obligations, les deux classes d'actifs s'étant recorrélées en cours d'année, permettant aux fonds diversifiés de profiter de deux moteurs de performances relativement puissants.

Il est néanmoins essentiel de surveiller attentivement le décalage progressif de l'impact des politiques monétaires plus restrictives sur les marchés au cours des premiers mois de l'année 2024. Malgré les munitions dont disposent les banquiers centraux pour faire face à une éventuelle contraction économique, les actifs risqués pourraient être délaissés si les risques de récession augmentent.



FOCUS ISR : LES TENDANCES À SURVEILLER POUR 2024

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

L'étude annuelle de MSCI, *ESG Trends to Watch*, fait peau neuve en devenant *MSCI ESG Research's Sustainability and Climate Trends to Watch*. Elle détaille les tendances en matière d'investissement durable à surveiller pour l'année à venir.

Dans cette nouvelle édition MSCI évoque huit tendances pour 2024. Parmi celles-ci, les nouvelles obligations des entreprises en termes de traçabilité de leurs chaînes d'approvisionnement et l'impact de la SFDR sur les marchés émergents nous semblent particulièrement intéressantes.

Les chaînes d'approvisionnement des entreprises sont de plus en plus complexes ce qui induit à la fois des avantages et des risques. Lorsqu'elles sont bien conçues, elles permettent une plus grande spécialisation, davantage d'efficacité et génèrent des avantages concurrentiels.

Toutefois, la multitude d'acteurs à chaque étape de la production complique le suivi des transactions, créant ainsi un risque significatif. Des comportements préjudiciables de la part des sous-traitants peuvent avoir des répercussions sur la réputation des grandes marques.

En parallèle, les régulateurs rendent désormais les entreprises responsables de leurs chaînes d'approvisionnement jusqu'à la source, avec des sanctions sévères en cas de manquements.

La réglementation de l'UE intègre une dimension durable avec, sur le plan environnemental, l'obligation de prouver que le processus de production n'a généré de déforestation à aucune étape de la chaîne. Le règlement comporte également un aspect social, avec des mesures contre l'esclavage moderne.

MSCI estime que 79% des grandes entreprises à l'échelle mondiale étaient soumises à au moins une des réglementations liées à l'esclavage moderne en 2023. Ce nombre d'entreprises atteindra 83% lorsque la Directive européenne sur la diligence raisonnable en matière de durabilité des entreprises (CSDDD) sera adoptée.

Plusieurs régions imposent maintenant des règles précises concernant les informations que les entreprises doivent divulguer. En Europe la CSDDD sera accompagnée de sanctions financières pouvant atteindre 5% du chiffre d'affaires mondial de l'entreprise en cas de non-respect de celle-ci.

Autre tendance étudiée par MSCI, la façon dont les réglementations européennes et notamment la SFDR, impacteront indirectement les marchés émergents.

Pour atteindre les ambitions de neutralité carbone d'ici 2050, 2 000 milliards de dollars d'investissements doivent être alloués aux marchés émergents chaque année d'ici 2030.

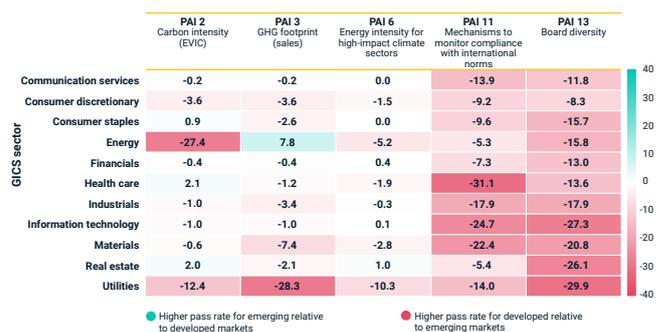
Or le règlement SFDR comporte la notion "ne pas causer de préjudice significatif" (DNSH) et la Taxonomie verte de l'UE introduit le concept de garanties sociales minimales. Ces réglementations accroissent différents risques pour les entreprises : perturbation opérationnelle, dommages à la réputation, responsabilité civile et sanctions financières.

Peu d'entreprises des marchés émergents répondent aux critères de ce règlement en matière d'investissement durable. Les efforts pour diriger les capitaux vers ces marchés sont donc potentiellement compromis.

MSCI a analysé les PAI (Principale Adverse Impact) ayant une couverture de données suffisante et adapté à des seuils quantitatifs. Les résultats démontrent des implications significatives tant pour les émetteurs des marchés émergents que pour ceux des marchés développés.

Tous secteurs confondus, les pays émergents affichent des positions moins favorables sur les PAI sociaux 11 et 13. On retrouve cette même tendance avec les PAI 2, 3 et 6 liés au carbone et à l'énergie.

Exhibit 11: Emerging-market companies may find it harder to meet criteria for select PAIs than their developed-market peers



Le non-respect du principe DNSH entrainerait donc l'exclusion d'une part significative des entreprises émergentes de nombreux portefeuilles. La révision de la SFDR prévue en 2024 pourrait toutefois traiter ce problème.

Lettre rédigée le 18 décembre 2023



Société de gestion agréée par l'AMF sous le N° GP-1100033 – www.amf-france.org
 Enregistrée auprès de l'Orias sous le numéro 120 661 96 SAS au capital de 563 673 euros – N° SIREN 535 108 369 RCS Paris

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir. Ces données sont communiquées pour vous permettre d'apprécier le contexte de marché dans le lequel le FCP est géré et ne constituent en aucune manière des indices de référence. La flexibilité des stratégies mises en œuvre dans le FCP rend caduque toute comparaison avec un indice figé du marché.