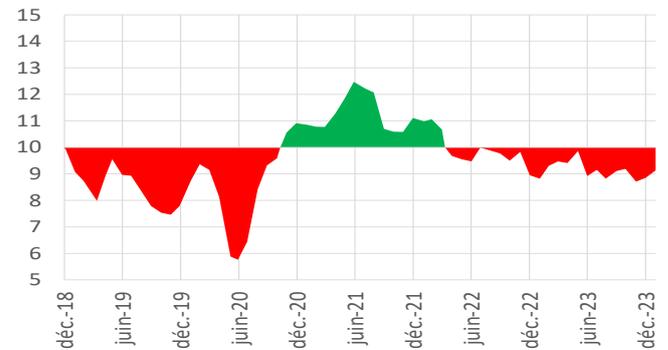


FOCUS MACRO : DES NOUVELLES PLUTÔT POSITIVES

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse de nouveau sur le mois en passant de 8,9 à 9,1. Ce mouvement s'explique par une amélioration de la composante tendance. La composante niveau se stabilise sur la période après de nombreux mois où elle baissait. La quasi-totalité des notes des différents facteurs progresse à la marge. Seul le facteur « monétaire » se distingue avec une baisse sur la période. Au niveau du PMI global composite, celui-ci progresse de 50,4 à 51,0 sur le mois. Ce niveau est plutôt rassurant pour la croissance 2024 même s'il faudra une confirmation de cette tendance dans les prochains mois pour valider le scénario d'un atterrissage maîtrisé.

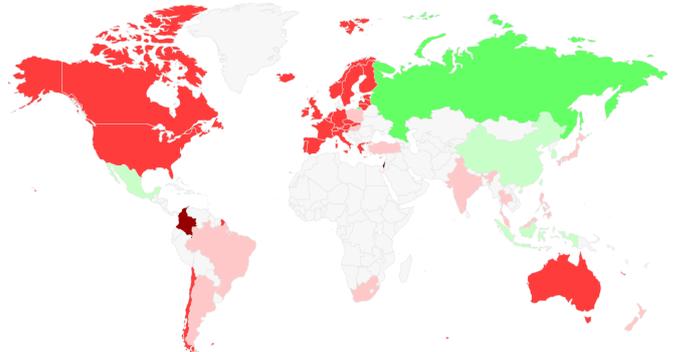
Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Au niveau pays, la note de la Chine progresse en passant de 9,9 à 10,4. Elle dépasse ainsi le niveau de 10 ce qui n'était pas arrivé depuis mai 2023. Cette hausse de la note s'explique par une amélioration de la composante niveau. Au niveau des facteurs, l'amélioration importante du facteur « consommation » est à noter. Concernant les autres principales économies, les notes des Etats-Unis et de la zone euro connaissent également une progression significative sur la période. Cette amélioration est globalement partagée par tous les facteurs. Le scénario d'un ralentissement significatif de l'économie pour ces deux zones s'éloigne donc marginalement. La note du Japon est stable sur la période.

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)

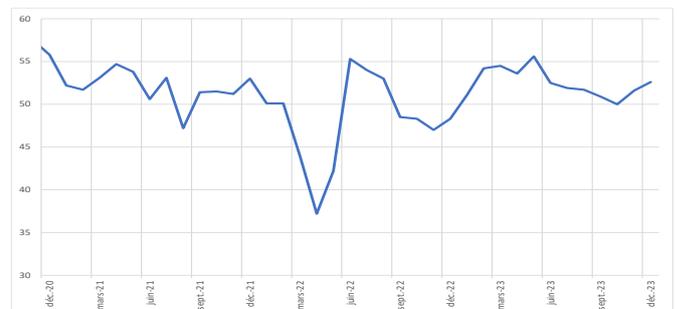


Source : Sanso IS, Bloomberg

La Chine reste un sujet d'incertitude pour les investisseurs. En effet, même si sa contribution à la croissance mondiale a diminué au cours des dernières années, elle reste la deuxième économie de la planète. Alors que son parcours économique avait été remarquable entre 1980 et 2010, la Chine affiche une dynamique moins favorable avec de nombreuses déceptions (secteur immobilier en ralentissement, système bancaire opaque, organisation politique incertaine...). **Dans ce contexte, le PMI montre une économie qui peine à rebondir durablement... ce qui explique logiquement la défiance des investisseurs vis-à-vis des actifs chinois.**

Le graphique du mois

Caixin PMI Composite Chine



Source : Sanso IS, Bloomberg

La probabilité du scénario négatif (ralentissement limité pouvant se transformer en récession) baisse de 55% à 45%. Ce mouvement s'explique par le rebond de certains indicateurs avancés ainsi que par la baisse en cours des taux entraînant des stabilisateurs automatiques de l'économie. Le scénario de croissance modérée augmente à l'inverse de 45% à 55%. 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.

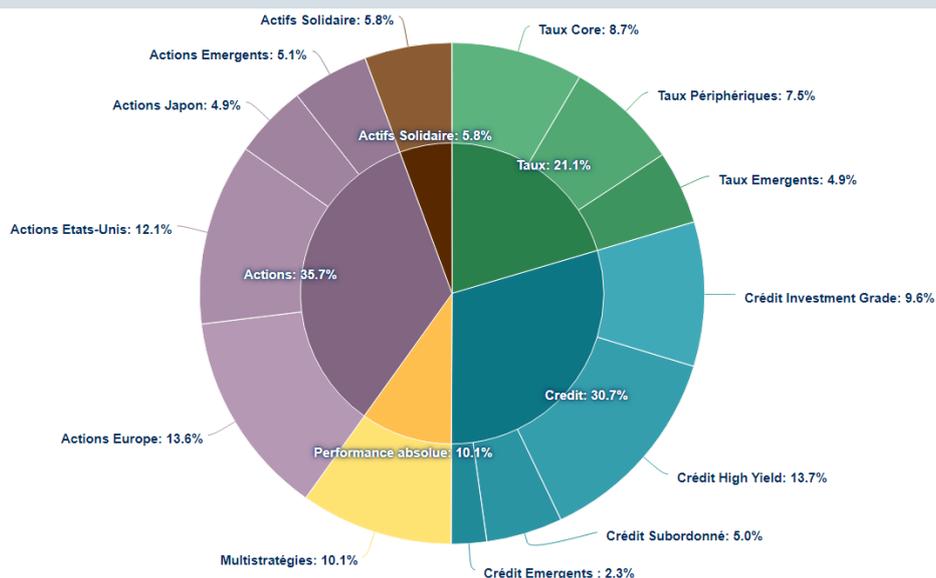
FOCUS ALLOCATION : UNE PRÉFÉRENCE POUR LE CRÉDIT HIGH YIELD

par Cyriaque DAILLAND

L'année 2023 est historiquement une très bonne année en matière de performance pour les marchés financiers, que ce soit au niveau des actions que des obligations. Néanmoins, il faut se rappeler que ces résultats positifs ont été réalisés en quelques semaines, en particulier au mois de janvier, novembre et décembre. Ce comportement qui pourrait tout à fait se reproduire en 2024 démontre de notre point de vue l'intérêt dans une allocation d'actifs des obligations d'entreprises à haut rendement car elles peuvent contribuer positivement à la régularité d'un portefeuille du fait d'un portage par nature important. Cette analyse est particulièrement appropriée lorsque deux conditions sont réunies : le rendement en absolu doit être élevé et le risque de forte récession économique doit être limité. **Avec un portage se situant environ à 7% et une économie mondiale qui ralentit sans toutefois décrocher, la classe d'actifs « high yield » offre un socle attractif pour un portefeuille diversifié.** Dans cette logique, la classe d'actifs « obligations d'entreprises à haut rendement » évolue donc de neutre à positif dans notre allocation d'actifs stratégique.

Positions au 15/01/2024	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			↔	
			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 : UN POINT SUR LES VALORISATIONS

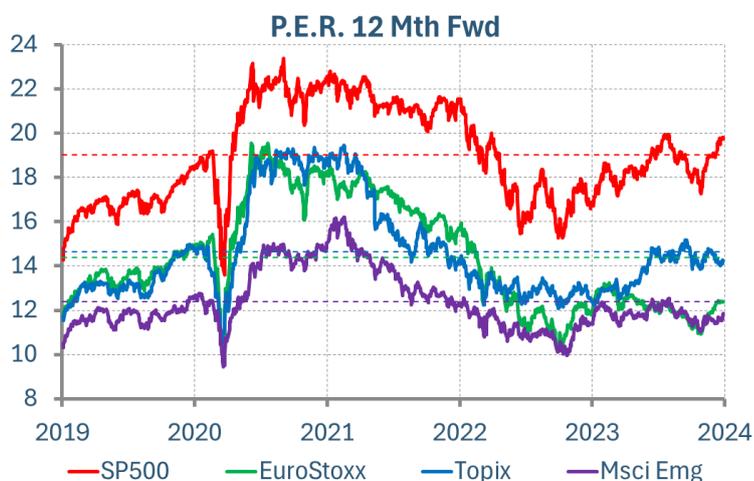
par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

La hausse d'une grande majorité des classes d'actifs en 2023 à la faveur d'un rallye de fin d'année très puissant, pose naturellement la question de la valorisation. Ces indices qui ont terminé pour beaucoup sur leur plus haut voire pour certains d'entre eux, tout proche de leur record historique, sont-ils en surchauffe ? Ont-ils surréagi à une amélioration encore fragile d'un contexte très anxieux au début de l'année dernière ? L'analyse de la valorisation permet de répondre au moins partiellement à ces questions.

Le tableau ci-contre qui compare les PER entre début 2023 et début 2024, nous donne une première indication. D'abord, on constate que s'il y a bien une expansion de multiples sur les principaux indices, on ne peut pas parler d'explosion. Les PER ont considérablement progressé aux Etats Unis et au Japon, alors qu'en Europe et sur les marchés émergents, la progression est plus mesurée. Mais dans tous les cas, cette revalorisation reste inférieure à la hausse de l'indice local ce qui constitue un phénomène sain puisqu'il traduit une amélioration intrinsèque du marché au travers d'une dynamique de révisions bénéficiaires positive.

PER 12m fwd	01/2023	01/2024
SP500	16,8	19,7
EuroStoxx	11,7	12,3
Topix	12,2	14,3
MS Emg	10,2	11,9

Si maintenant on prend un peu de recul et qu'on positionne ces niveaux de valorisation par rapport à leur niveau moyen historique sur les cinq dernières années (cf graphique ci-contre), il est intéressant de constater que les différents marchés se situent dans des positions assez différentes. Le marché américain traditionnellement et régulièrement plus cher que ces homologues du fait de sa structure sectorielle, est le seul à afficher aujourd'hui une surcote historique. Cette surcote reste néanmoins limitée et laisse le marché américain sur des niveaux de multiples bien en deçà de ce qu'ils ont été durant la période post-covid. Le marché japonais dont la performance a été saluée en 2023 se situe quant à lui tout proche de sa moyenne historique, un positionnement qui ressemble maintenant à celui des marchés émergents. En revanche, sur l'Eurozone, la décote subsiste et elle est importante. Près de 20% sous sa moyenne historique des cinq dernières années, c'est un niveau qui montre à quel point la défiance des investisseurs s'est installée à l'égard des marchés actions du vieux continent.



Les niveaux absolus de valorisation ne constitueront donc pas un obstacle majeur à une poursuite de la tendance sur les marchés actions. En revanche, les dynamiques récentes peuvent donner des indications quant au positionnement relatif de zones ou plus généralement de segments de marché les uns par rapport aux autres. Sur ces aspects de « Relative Value », trois exemples nous semblent aujourd'hui constituer de véritables opportunités d'investissement de part le caractère extrême :

D'abord les actions européennes dont la décote est toute proche de son niveau maximal historique vis-à-vis des américaines.

Ensuite, dans des proportions très voisines, les actions des pays émergents offrent aujourd'hui une décote contrairement à celles des pays développés, un signe souvent avant-coureur d'un retournement.

Et enfin, à l'intérieur du marché européen, le segment des small caps, délaissé depuis le début de l'année 2022 et qui traditionnellement offre plutôt une surcote vis-à-vis des grandes valeurs, s'est installé en territoire décoté. Un phénomène assez rare dans le temps qui mérite une attention particulière.

	Décote actuelle	Décote Moyenne sur 5 ans	Décote Maximale sur 10 ans
Eurozone vs US	35%	26%	37%
Emerging vs Developed	33%	29%	38%
SmallCaps vs LargeCaps	10%	-5%	12%

Pas véritablement de surchauffe donc en ce début d'année, en revanche des divergences ont clairement vu le jour et pourraient constituer des déclencheurs de rotation au sein des marchés actions.

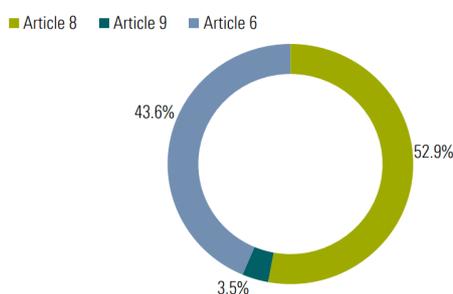
FOCUS ISR : VERS UNE RÉFORME DE LA SFDR ?

par Edmond SCHAFF, Yaël LE SOLLIEC et Marie VAN DER PUJIL

La SFDR, telle qu'on la connaît aujourd'hui, pourrait disparaître. Rappelons que la SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), entrée en vigueur en mars 2021, est une réglementation européenne qui exige des acteurs financiers qu'ils fassent preuve de transparence sur la manière dont sont pris en compte les enjeux de durabilité dans leurs investissements. Elle se concrétise notamment par la classification des fonds en trois catégories. Les fonds sont dits « Article 9 » lorsqu'ils ont un objectif d'investissement durable, « Article 8 » lorsque des critères sociaux et/ou environnementaux sont pris en compte lors du processus d'investissement et « Article 6 » si les placements n'ont aucun objectif de durabilité ou de considérations ESG.

Selon Morningstar, plus de la moitié des fonds ouverts soumis à la réglementation mettent en avant des caractéristiques de durabilité.

Exhibit 6a SFDR Fund Type Breakdown (by Assets)



Source: Morningstar Direct. Assets as of June 2023. Based on SFDR data collected from prospectuses on 97.6% of funds available for sale in the EU, excluding money market funds, funds of funds, and feeder funds.

De mi-septembre au 22 décembre 2023, la Commission européenne a ouvert une consultation au sujet de la mise en application de la SFDR. Dans son questionnaire, elle interrogeait les acteurs financiers sur leur satisfaction et les difficultés auxquelles ils ont pu être confrontés et dessinait les contours de ce que pourrait être la nouvelle SFDR.

En effet, la Commission européenne n'est pas satisfaite de la mise en application actuelle de la SFDR. Les catégories « Article 8 » et « Article 9 » sont utilisées comme des labels ce qui n'était pas l'objectif de la Commission. De plus, la définition de certaines notions comme celle « d'investissement durable » manque de clarté et les acteurs financiers l'interprètent à leur manière, ce qui donne lieu à des divergences importantes.

De ce fait, la Commission européenne étudie plusieurs possibilités de modification du texte actuel de la SFDR. Le premier scénario serait le maintien des catégories actuelles. Dans ce cas, la Commission envisage une clarification des conditions de classification des fonds « Article 8 » et « Article 9 ».

Le second scénario est un remodelage complet de la réglementation SFDR. D'après son questionnaire de consultation, la Commission européenne envisagerait la création de quatre nouvelles catégories.

La première catégorie regrouperait les investissements dans des entreprises apportant des solutions aux enjeux de durabilité et dont l'impact est mesurable, par exemple, les entreprises de distribution d'énergie renouvelable. La seconde concernerait des entreprises ayant des pratiques avancées selon des standards de durabilité crédibles. La troisième catégorie réunirait les produits qui reposent sur des exclusions d'activités ayant des effets négatifs sur les personnes ou la planète. La dernière regrouperait les produits axés sur la transition, comme ceux investissant dans des sociétés qui suivent un plan de décarbonation robuste.

Plusieurs organismes ont profité de l'occasion pour formuler des critiques sur l'actuelle SFDR et proposer des modèles alternatifs à ceux que la Commission européenne envisage. L'AFM (Autorité néerlandaise des marchés financiers) suggère d'introduire trois labels distincts de produits : « transition », « durable » et « impact durable ».

En France, l'AFG (Association de la Gestion Financière) propose d'introduire trois types de stratégies : stratégie « d'accent sur l'objectif environnemental et/ou social du processus d'investissement », la stratégie de « transition » pour des actifs environnementaux et la stratégie de « solutions, impact et contribution » au niveau de l'activité et des projets de l'entreprise puis de préciser leur niveau d'ambition.

Une redéfinition de la catégorisation permettrait d'apporter clarté et crédibilité à la SFDR. En introduisant des standards, la Commission européenne contribuerait à limiter le greenwashing et à harmoniser le cadre de travail des gestionnaires d'actifs.

Lettre rédigée le 15 janvier 2024