

FOCUS MACRO : L'ÉCONOMIE MONDIALE CONFIRME SON *SOFT LANDING*

par Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ monte en passant de 9,0 à 9,2. Ce mouvement s'explique par un léger rebond de la composante tendance alors que la composante niveau est relativement stable. La notes des facteurs « consommation » et « échanges » baissent sur la période. Dans le même temps, la note du facteur « indicateurs avancés » connaît une progression significative en passant de 9,4 à 10,9. Cette dynamique laisse présager une poursuite du rebond de l'activité dans les prochains mois. Cette analyse relativement constructive pour 2024 est également faite par le PMI global composite qui progresse en mars de 52,1 à 52,3.

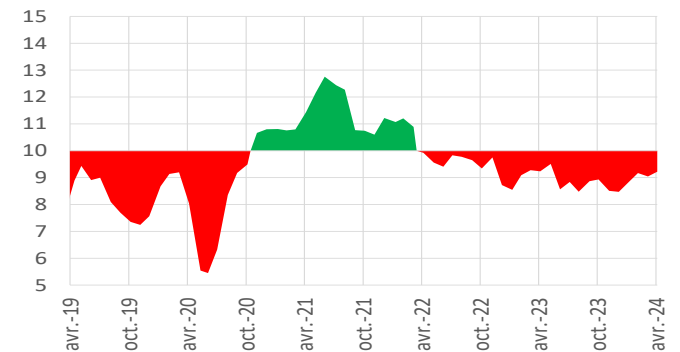
Comme février, le mois de mars se caractérise par une hétérogénéité importante en matière de dynamique parmi les principales économies. D'un côté, la Chine connaît un rebond de sa note avec un passage de 8,8 à 9,6. Ce mouvement s'explique par l'amélioration des facteurs « indicateurs avancés » et « activité ». Ces hausses sont toutefois en partie compensées par les facteurs « immobilier » et « consommation ». De l'autre côté, la note de la zone euro baisse de 9,3 à 8,5 du fait d'une correction des facteurs « activité » et « consommation ». L'amélioration du facteur « indicateurs avancés » permet toutefois de considérer que le pire est passé. Les notes des États-Unis et du Japon sont stables.

L'inflation américaine montre une dynamique de stabilisation et non plus de normalisation. Plus inquiétant encore, l'inflation « cœur » qui exclut l'énergie et l'alimentaire ne baisse plus en mars. Elle passe ainsi de 3,75% à 3,80%. Ainsi, même si une ou deux publications ne font pas une tendance, la capacité de la FED à délivrer trois baisses de taux comme annoncé dans les *dots* de mars est aujourd'hui questionné par les investisseurs... ces derniers n'anticipent d'ailleurs aujourd'hui plus que deux baisses de taux. De notre point de vue, le véritable changement de paradigme serait que 2024 ne soit pas l'année du pivot de la FED.

La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) reste stable (60%). La dynamique positive des indicateurs avancés permet d'être confiant sur la croissance mondiale en 2024. Pour la même raison, la probabilité du scénario négatif (ralentissement limité pouvant se transformer en récession) baisse de 40% à 35% alors que le scénario positif (rebond important) affiche une probabilité de 5% contre 0% le mois précédent. Le niveau d'incertitude est élevé du fait d'une inflation qui ne baisse plus aux États-Unis et de la situation au Moyen-Orient..

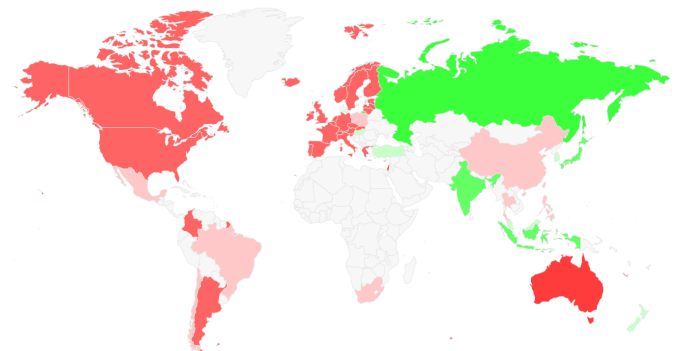
¹ Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation des données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

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

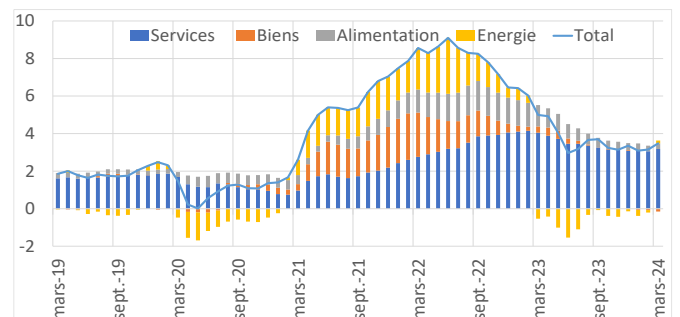
Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois

Décomposition par facteurs de l'inflation globale américaine



Source : Sanso IS, Bloomberg

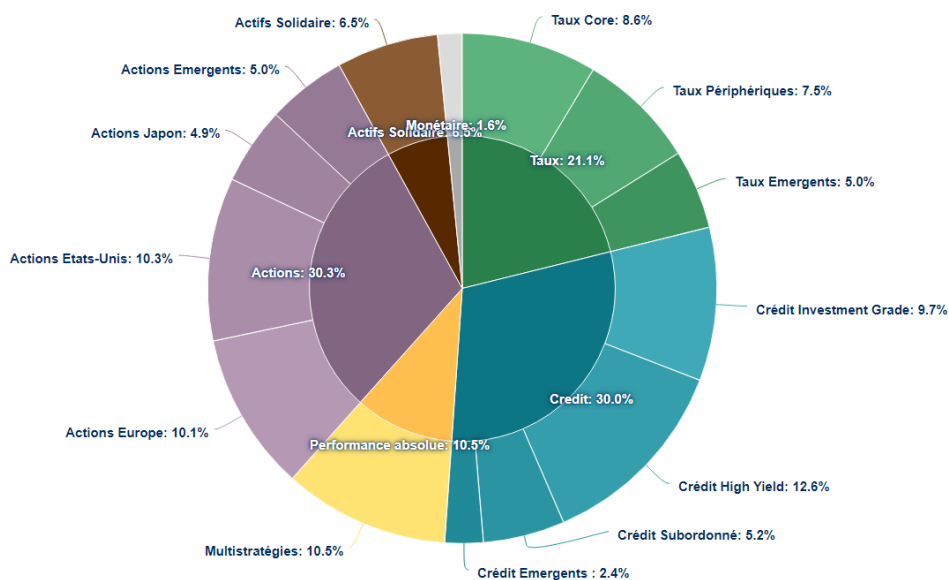
FOCUS ALLOCATION : QUEL CHOIX POUR LE DEUXIÈME TRIMESTRE ?

par Cyriaque DAILLAND

Le premier trimestre aura été marqué par l'excellente performance des marchés actions. La seule exception notable à cette tendance positive concerne les indices des petites et moyennes entreprises, aux États-Unis et en Europe, qui ont continué à décevoir... À l'inverse, les actions chinoises connaissent enfin un rebond après plusieurs trimestres très décevants. Concernant les actions, du fait des niveaux élevés de valorisation, toute déception devrait être sanctionnée de la part des investisseurs. **Nous avons donc fait le choix de réduire tactiquement l'exposition actions en avril.** Toutefois, nous restons stratégiquement neutres sur la classe d'actifs car les fondamentaux, en particulier la croissance des bénéfices aux États-Unis, restent un puissant soutien aux marchés actions. Au niveau obligataire, la hausse récente des taux souverains permet aujourd'hui d'offrir de nouveau un rendement attractif. **De notre point de vue, nous sommes aujourd'hui dans une zone intéressante pour renforcer stratégiquement la sensibilité obligataire d'un portefeuille diversifié.**

Positions au	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 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 : DE 40 ANS DE LIBÉRATION ÉCONOMIQUE...

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Le libéralisme entamé dans les années 80 dans les principales économies développées aura soutenu la déréglementation, favorisé les privatisations et d'une façon générale, réduit l'interventionnisme des États dans les économies domestiques.

La libéralisation des échanges et les progrès dans les technologies de transport et de communication ont contribué à l'accélération de la mondialisation, marquée notamment par une expansion rapide du commerce international et des investissements transnationaux. Les marchés financiers ont eux aussi connu une expansion significative avec l'essor des marchés électroniques, des produits dérivés et des nouvelles technologies financières. Les nouvelles technologies qui auront aussi transformé par ailleurs de nombreux aspects de l'économie, favorisant l'émergence de nouvelles industries telles que l'électronique et l'informatique à la base de la révolution Internet.

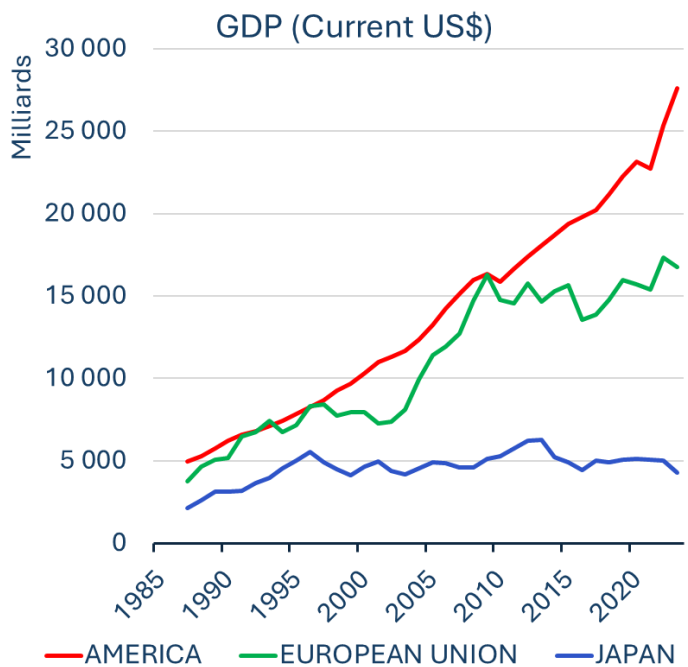
Emergeant comme une super puissance militaire après la seconde guerre mondiale, les États-Unis ont ensuite renforcé leur influence à l'échelle internationale grâce à une dynamique d'innovation et d'entreprise dans de multiples domaines, soutenu par le leadership financier de Wall Street. Le graphique ci-contre illustre cette capacité qu'ont eu les américains au cours de ces 40 dernières années à maintenir un niveau de croissance économique à la fois élevé et régulier.

En même temps, l'Europe a connu une dynamique de croissance plus erratique au cours des dernières décennies, avec des performances économiques divergentes entre les pays membres de l'Union Européenne.

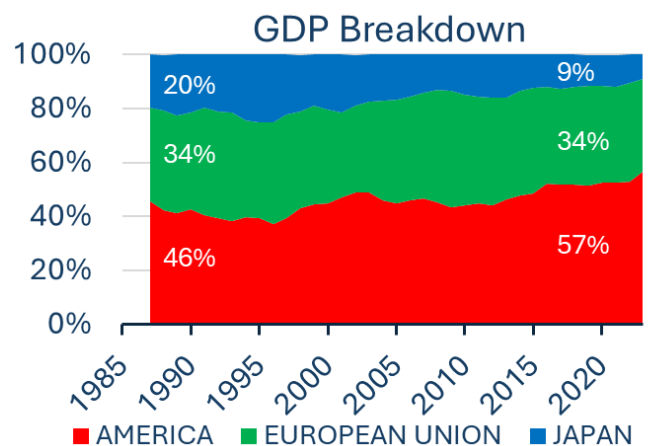
Certains pays européens ont enregistré une croissance robuste, notamment les économies allemande et britannique, tandis que d'autres ont été confrontés à des défis économiques, tels que le chômage élevé, la dette publique et la faible croissance.

L'intégration européenne, avec notamment la création de l'euro et du marché unique, a favorisé la coopération économique et le commerce entre les pays membres. Mais l'Europe n'a aujourd'hui encore, jamais bénéficié du même niveau d'intégration que le marché américain.

A coté de cela, le Japon qui a connu une croissance économique remarquable pendant les décennies d'après-guerre, devenant l'une des principales économies mondiales, a été ensuite, consécutivement à l'éclatement d'une bulle immobilière, confronté à une longue période de stagnation, caractérisée par une faible croissance, une déflation persistante, et de véritables défis structurels. Malgré la mise en œuvre de politiques pour stimuler la croissance, y compris des politiques monétaires et fiscales expansionnistes, les résultats ont depuis été mitigés.



Ainsi, et toujours si l'on ne considère que les pays développés, c'est-à-dire en excluant les pays émergents et notamment la Chine qui est devenue la deuxième économie mondiale, l'évolution de la répartition du Produit Intérieur Brut entre les 3 grandes zones depuis 40 ans a abouti à marginaliser le Japon au profit des États-Unis.



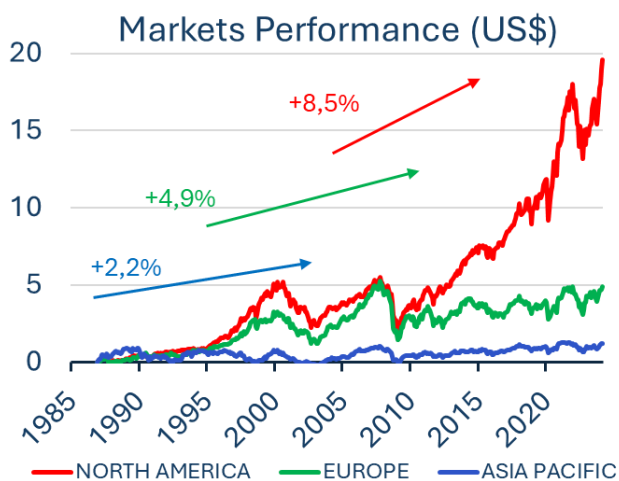
FOCUS MARCHÉ : ...VERS UNE MARGINALISATION DE L'EUROPE

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

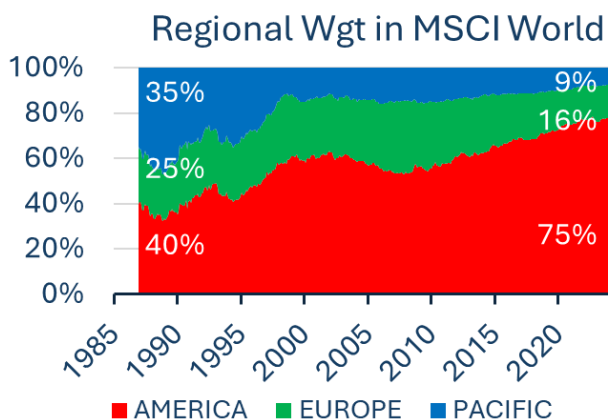
Maintenant, si l'on s'intéresse aux évolutions boursières de ces mêmes régions sur la même période, force est de constater que la domination américaine y est encore plus présente. Il faut reconnaître que la bourse de Wall Street est devenue au fil des années le centre financier mondial, attirant des investissements et des capitaux du monde entier. Le marché américain est

l'un des plus riches et certainement le plus liquide au monde. La monnaie américaine, le dollar, est devenue la principale devise de réserve utilisée dans les transactions internationales, renforçant ainsi la position financière dominante des États-Unis.

On le voit ici, la performance annualisée des actions américaines aura été deux fois supérieure à celle des actions européennes sur les 40 dernières années et près de 4 fois celle des actions de la zone Asie-Pacifique.



Les efforts d'intégration des marchés européens n'ont clairement pas suffi à rendre compétitives les bourses du vieux continent qui souffrent souvent d'une réglementation moins favorable à l'investissement. Et en Asie, les crises successives ont donné aux bourses locales l'image de marchés risqués, freinant ainsi l'appétit des investisseurs internationaux.



Une des conséquences de ce phénomène est la marginalisation des bourses non-américaines dans le monde. En effet, d'une situation relativement équilibrée entre les trois régions en matière de pondération boursière, nous avons assisté dans un premier temps à une baisse marquée de la représentation de la zone asiatique dont le poids est passé de 35% de la capitalisation boursière mondiale à moins de 10%. Croissance atone au Japon, bulles immobilières ou crises des monnaies asiatiques, les facteurs sont nombreux et ils ont tous contribué à rendre la zone marginale dans les indices internationaux. Et

c'est maintenant au tour de l'Europe de subir un sort similaire. Son importance dans le marché mondial a quasiment été divisée par deux rapport à son point haut d'avant la crise financière de 2008 lorsque les marchés européens bénéficiaient du dynamisme porté par l'euro et de la politique monétaire commune. Mais avec la crise financière d'abord puis plus spécifiquement la crise de l'Euro au début des années 2010, la zone européenne n'a fait que perdre de son poids et se trouve aujourd'hui à un niveau qui peut faire craindre une marginalisation aussi sévère que celle subie par les bourses asiatiques.

Le risque est grand car il est devenu autoréalisateur. En effet, par l'importance accrue des investisseurs passifs dont les critères d'investissements sont soit la taille, soit la performance passée, les titres et les marchés les plus importants bénéficient d'une pression acheteuse toujours plus forte. En parallèle, on ne peut nier aux américains cette capacité à faire naître ces géants des nouvelles technologies et en même temps à mettre en place d'importants programmes d'investissement comme « l'Inflation Reduction Act » récent du Président Joe Biden.

Il est encore difficile pour nous européens de mesurer l'impact de ce phénomène, mais la prise de conscience nous semble importante dans toutes les problématiques d'allocation d'actifs.

Lettre rédigée le 15 avril 2024

SANSO^{IS}
INVESTMENT SOLUTIONS

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.