

Lettre Stratégie d'Investissement

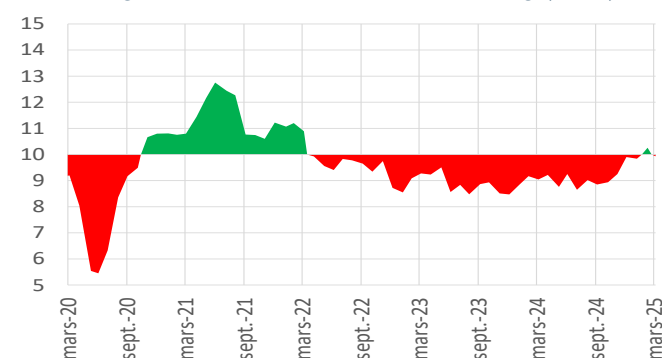
Mars 2025

FOCUS MACRO : L'ÉCONOMIE MONDIALE HÉSITE SUR SA TENDANCE

Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ baisse de 10,3 à 9,9. Le signal positif envoyé avec le passage de la note au-dessus de 10 n'a donc pas été confirmé ! La composante tendance explique la dégradation de la note globale. La dynamique positive du 4^{ème} trimestre s'essouffle déjà en ce début d'année 2025. En termes de facteurs, la consommation ou l'immobilier affichent des baisses. Les indicateurs avancés continuent de se dégrader lentement... mais leurs notes restent au-dessus de 10. Le PMI global composite s'inscrit dans la même tendance avec une note qui évolue de 51,8 à 51,5 sur le mois.

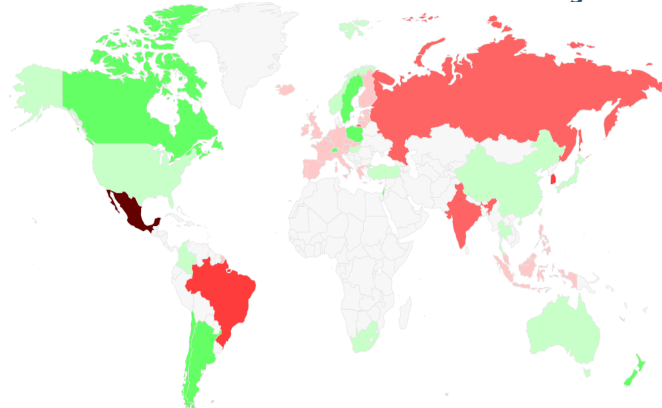
Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso Longchamp AM; Bloomberg

La note de la zone euro s'améliore sur le mois en passant de 8,5 à 9,6. Les composantes niveau et tendance s'améliorent conjointement en 2025. Au niveau des facteurs, les progressions se concentrent sur les indicateurs avancés et l'immobilier. Ainsi, après deux années avec une croissance évoluant autour de 0,5%, la dynamique économique devrait s'améliorer. Concernant les Etats-Unis, la Chine et le Japon, les notes baissent en février mais elles restent au-dessus de 10. La dynamique de l'économie américaine avec la politique de D. Trump est une source d'inquiétude. Au global, une forme de convergence des notes des principales économies autour de 10 se matérialise actuellement.

Carte du monde du Sanso Macro Screening



Source : Sanso Longchamp AM; Bloomberg

Dans une période incertaine pour l'économie américaine, la banque centrale américaine doit certainement apprécier la normalisation en cours des hausses des salaires. **En effet, depuis le pic en 2022 a quasiment 7%, la croissance des salaires connaît une lente normalisation avec un niveau actuel à 4,1%.** Les salaires sont clé pour la FED car ils sont le principal moteur inflationniste pour le secteur des services (61% du PIB américain). De notre point de vue, sans les tarifs douaniers et la politique sur l'immigration, deux éléments inflationnistes, la banque centrale aurait pu considérer son combat contre l'inflation comme gagné.

Le graphique du mois

« Tracker » de la hausse médiane des salaires (YoY, mm 3 mois)



Source : Sanso Longchamp AM; Bloomberg; FED d'Atlanta

La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) baisse de 70% à 65%. Même si l'environnement actuel reste cohérent avec ce scénario, l'instabilité permanente générée par D. Trump pourrait entraîner un attentisme généralisé des agents économiques aux Etats-Unis... et dans le reste du monde. La mise en place de taxe douanières est également un sujet clé pour 2025. Dans cette perspective, la probabilité d'un scénario négatif (ralentissement réel) progresse de 25% à 30%. Le scénario positif (rebond important) affiche une probabilité de 5%.

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.

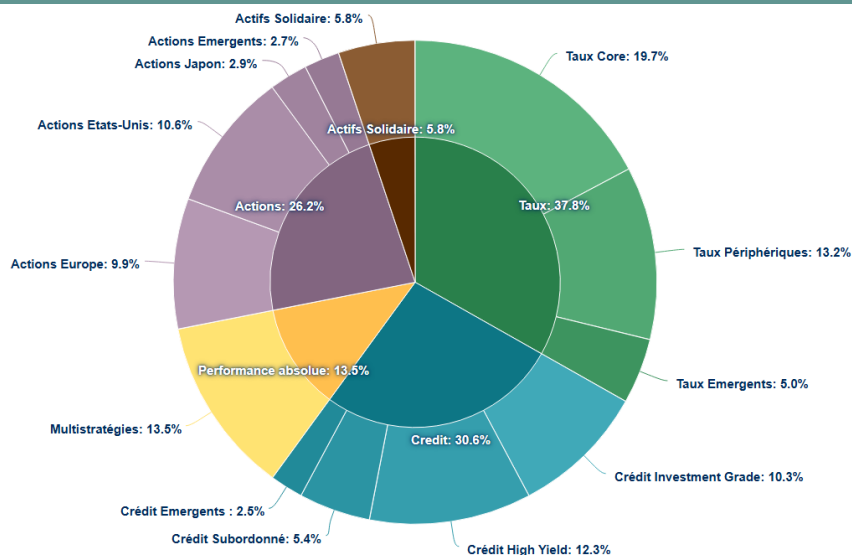
FOCUS ALLOCATION : L'EUROPE, À L'AUBE D'UNE REVOLUTION ?

par Cyriaque DAILLAND

Jean Monnet écrivait en 1976 que « l'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises ». La crise de la zone euro au cours de la décennie 2010 a par exemple permis des avancées structurantes au niveau monétaire. Donald Trump avec une approche transactionnelle de la géopolitique a généré un électrochoc parmi les pays européens. L'Allemagne avec un niveau de dette sur PIB à 62% s'est lancée dans une révolution budgétaire avec l'annonce de deux plans sur la défense et les infrastructures. Au niveau économique, l'impact du plan de relance militaire sera limité. Par contre, le programme sur les infrastructures aura un effet réel et significatif. La croissance allemande sera ainsi « boostée » pendant plusieurs années d'approximativement +0,5%... impact significatif pour un pays qui a une croissance potentielle de 1%. **Dans ce contexte, notre préférence en faveur des actions américaines contre l'Europe ayant moins de sens, nous avons fait le choix d'être neutre sur les deux zones.**

Positions au 17/03/2025	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		↔		
DEVICES vs EUR							
				USD		↔	
				JPY		↔	
			G10		↔		
			Emergents		↔		

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



DES SIGNAUX CONTRADICTOIRES SUR LES INDICES CHINOIS

par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

Dans un contexte pour le moins tourmenté, les marchés d'actions internationales ont montré depuis le début de l'année des dynamiques contrastées. Car si les américains parlent déjà de « correction » avec un repli de plus de 10% peak-to-trough, les actions européennes sont toujours assez largement en territoire positif avec une performance comprise entre 5 et 10%. Cette surperformance, qui efface pratiquement l'écart inverse constitué en 2024, s'est accentuée au moment où la suprématie américaine s'est vue remise en cause par l'arrivée du chinois Deepseek qui généra d'importantes prises de profits sur la technologie et simultanément un regain d'intérêt pour les actions du vieux continent.

Il faut reconnaître que les actions européennes jouissent depuis longtemps d'une valorisation très attractive, non seulement en comparaison de leurs homologues américaines mais aussi vis-à-vis de leur propre historique. Ajouté à cela, le biais désormais plus accommodant de la Banque Centrale Européenne comparé à celui de la Réserve Fédérale, plus attentiste devant les mesures plutôt inflationnistes annoncées par D. Trump, est aussi un facteur favorable. Mais l'attractivité du marché européen s'est surtout renforcée par des publications de résultats bien plus positives qu'au cours des trimestres précédents et des perspectives de croissance renforcées par les annonces de plans de relance et d'investissement dans la défense. Les banques et les valeurs in-

PERFORMANCES DES INDICES CHINOIS



(Indices exprimés en HKD, div nets réinvestis)

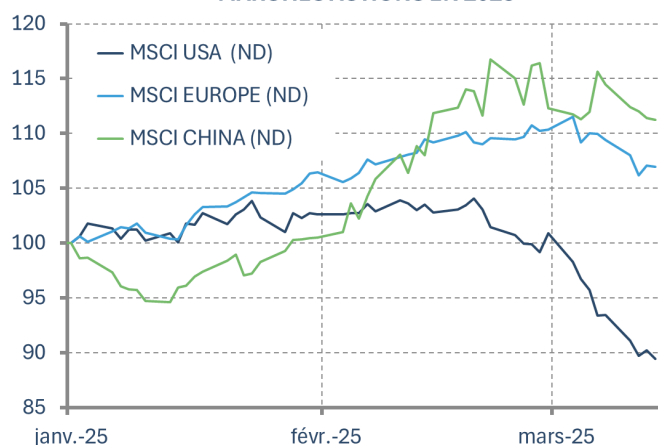
treprises cotées à l'étranger et bénéficiant d'une plus grande liquidité. On y trouve bon nombre d'actions cotées en dehors du territoire chinois, soit sur Hong-Kong (H Shares), soit aux Etats-Unis pour les ADRs alors que les actions purement domestiques (A Shares) n'y sont représentée qu'à hauteur de 20%. De ce fait, cet indice est très sensible au contexte international et aux flux de capitaux qui en découlent. En revanche, l'indice CSI 300 composé des 300 plus grandes entreprises cotées sur les bourses continentales de Shanghai et Shenzhen, donc exclusivement composé de sociétés domestiques (A -Shares) est plus sensible aux politiques gouvernementales car ces entreprises sont directement impactées par les mesures monétaires et réglementaires prises par Pékin.

Malgré ces différences, les performances historiques de ces deux indices sont restées relativement proches au cours des dernières années. En octobre dernier, ils ont d'ailleurs réagi aussi positivement l'un que l'autre dans un premier temps au plan de soutien généralisé annoncé par les autorités chinoises puis se sont dégonflés lentement par la suite.

Mais en ce début d'année, le biais sectoriel en faveur de la technologie de l'indice MSCI a joué en sa faveur alors qu'à l'inverse, la persistance d'une forme de morosité pour l'économie domestique continue de peser sur les valeurs du CSI 300.

À noter également qu'en termes de valorisation, la décote de l'indice MSCI Chine vis-à-vis du CSI300 avait atteint 25%, un niveau qui n'avait jamais été observé depuis 2016. Ce rattrapage de début d'année l'a réduite de moitié, il reste donc encore de la place pour une poursuite du mouvement de rééquilibrage.

MARCHES ACTIONS EN 2025



(Indices exprimés en EUR, div nets réinvestis)

dustrielles en auront été les principaux bénéficiaires avec des performances positives à deux chiffres.

L'autre surprise positive de ce début d'année, et certainement moins relayée dans les différentes analyses, réside dans le comportement du marché d'actions chinoises qui montre aussi une remarquable résilience avec une performance, si l'on en juge par l'indice MSCI China, qui s'établit au-delà des 10% en Euros et environ 5% de plus en devise locale. Cet indice qui pèse un peu plus du quart de l'indice global des pays émergents offre un spectre très large de sociétés chinoises, incluant les en-

La lecture du marché des actions chinoises n'est pas toujours facile. Sur de courtes périodes, les actions domestiques et les titres exposés à l'international peuvent diverger sensiblement.

FOCUS ISR : CSRD 2.0

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Un texte "omnibus", dans le contexte de la législation européenne, désigne une initiative regroupant en une seule proposition plusieurs modifications ou révisions de textes existants.

Il peut prendre la forme d'une directive ou d'un règlement européen, dont l'objectif est de simplifier, harmoniser ou adapter le cadre réglementaire à des enjeux spécifiques, tout en réduisant la charge administrative pour les acteurs concernés.

En 2024, la Commission Européenne (CE) a proposé une directive "omnibus" pour simplifier et harmoniser plusieurs réglementations du Green Deal. Ce projet concerne :

- La CSRD (reporting de durabilité) : obligations accrues de transparence ESG.
- La taxonomie verte : critères pour identifier les activités économiques durables.
- Le devoir de vigilance (CS3D) : responsabilité des entreprises sur les droits humains et l'environnement.

Cette initiative s'inscrit dans la volonté de renforcer la cohérence des politiques européennes, répondant ainsi au rapport Draghi, qui appelait à une simplification des réglementations pour améliorer la compétitivité.

Le 26 février dernier, la CE a publié sa proposition législative.

Elle se décline en deux textes, le premier modifie les dates de mise en œuvre de la CSRD et de la CS3D. Tandis que le second amende ces deux réglementations.

	Dans le cadre de la CSRD existante	Omnibus 1 (proposition "arrêt du chronomètre" à accélérer)	Omnibus 2 (contenant des propositions substantielles)
Grandes entités d'intérêt public de plus de 1000 salariés	- Reporting sur l'exercice 2024	Continuer le reporting	Continuer le reporting selon les ESRS révisés
Grandes entités d'intérêt public de 500 - 1000 salariés	- Reporting conformément aux ESRS - Normes sectorielles à respecter lors de l'adoption		Ne sont plus tenues de publier, mais peuvent fournir des informations établies conformément à une norme volontaire, basée sur la norme VSME
Grandes entreprises de plus de 1000 salariés	- Reporting sur l'exercice 2025	Dans le périmètre à partir de l'exercice 2027	Faire le reporting selon les ESRS modifiés à partir de l'exercice 2027
Grandes entreprises employant jusqu'à 1000 salariés	- Reporting conformément aux ESRS - Normes sectorielles à respecter lors de l'adoption		Ne sont plus tenues de publier, mais peuvent fournir des informations établies conformément à une norme volontaire, basée sur la norme VSME
PME cotées	- Reporting à partir de l'exercice 2026 avec la possibilité de se désinscrire jusqu'à l'exercice 2028 - Reporting sous la norme entreprise cotée	Dans le périmètre à partir de l'exercice 2028	Ne sont plus tenues de publier, mais peuvent fournir des informations établies conformément à une norme volontaire, basée sur la norme VSME
Siège social hors UE	Reporting selon les ESRS pour les groupes hors UE (NERS) au niveau du groupe à partir de l'exercice 2028 lorsque le groupe a : - 150 M€ de chiffre d'affaires réalisé dans l'UE, et au moins l'un des éléments suivants : - Filiale de l'UE dans le périmètre, ou - Succursale UE avec un chiffre d'affaires > 40 M€	Dans le périmètre à partir de l'exercice 2029 si elles respectent les critères	Reporting selon les NERS au niveau du groupe à partir de l'exercice 2028 lorsque le groupe a : - 450 M€ de chiffre d'affaires réalisé dans l'UE, et au moins l'un des éléments suivants : - Filiale de l'UE dans le périmètre, ou - Succursale UE avec un chiffre d'affaires > 50 M€

Au niveau de la CSRD, plusieurs changements sont proposés.

Le seuil d'application serait modifié et concernerait désormais les entreprises de plus de 1 000 employés avec un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions d'euros ou un bilan dépassant 25 millions d'euros.

Les seuils pour les entreprises de pays tiers seraient significativement rehaussés, ce qui accentue le problème du « level playing field ».

Le principe de double matérialité, un temps remis en cause, est finalement conservé dans le texte.

En revanche, les standards sectoriels ont été supprimés.

Les standards agnostiques seraient simplifiés ultérieurement via un acte délégué. De même pour les ESRS avec pour objectif est de réduire le nombre de points de données.

Concernant le reporting taxonomie, il deviendrait obligatoire pour les entreprises de plus de 1 000 employés et 450 millions d'euros de chiffre d'affaires, tandis qu'il resterait volontaire pour les autres.

Et enfin, la mise en œuvre serait décalée, avec un report de deux ans pour l'entrée en application des exigences de reporting des deuxième et troisième vagues.

Ces mesures suscitent des réactions contrastées.

D'abord, une partie du patronat est favorable à ces changements. Selon la Commission, ils devraient permettre de réduire les charges administratives de 6.3 milliards d'euros annuellement, ce qui in fine, permettrait de préserver la compétitivité européenne.

D'autres acteurs voient cette simplification comme un affaiblissement des exigences qui seront demandées aux entreprises en termes de reporting de durabilité.

Cela pénalisera les entreprises déjà engagées dans la transition, qui, au-delà des coûts générés, voient cette simplification comme un recul « de l'ambition écologique et sociale de l'économie européenne ».

Avec cette simplification, près de 80% des sociétés initialement concernées par cette directive n'auront plus à reporter, ce qui pourrait ralentir la transformation durable des acteurs économiques européens.

Les propositions législatives vont désormais être examinées par le Parlement européen et le Conseil.

La Commission insiste pour que le paquet omnibus soit traité en priorité, notamment en ce qui concerne le report de certaines obligations d'information liées à la CSRD et le délai de transposition de la CS3D.

Si adoptées, les modifications entreraient en vigueur une fois qu'un accord aura été trouvé entre les colégislateurs et après leur publication au Journal officiel de l'UE.