

Lettre Stratégie d'Investissement

Février 2025

FOCUS MACRO : UNE AMELIORATION ECONOMIQUE A CONFIRMER

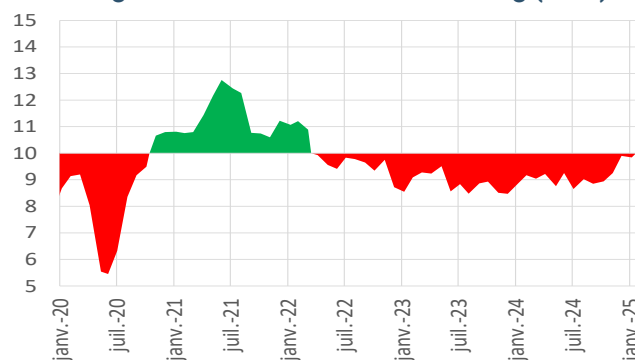
Cyriaque DAILLAND

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ évolue de 9,8 à 10,3. Elle passe ainsi au-dessus de 10, configuration qui n'avait pas été constatée depuis mars 2022 ! La composante niveau explique l'amélioration de la note globale. En termes de facteurs, l'activité ou l'immobilier affichent des progressions importantes... Par contre, les indicateurs avancés baissent marginalement sur la période. Dans la même configuration, le PMI global composite baisse de 52,6 à 51,8 sur le mois. La croissance mondiale profite ainsi d'une activité en amélioration mais les indicateurs montrent déjà un essoufflement de cette tendance.

La note de la Chine s'améliore sur le mois en passant de 10,4 à 11,7. Au niveau des facteurs, les progressions se concentrent principalement sur l'activité et l'immobilier. Toutefois, la note du facteur indicateurs avancés baisse de 12,9 à 11 sur la période. Ainsi, les mesures annoncées par les autorités semblent bien avoir donné un surplus de croissance à la fin de l'année mais sans que celui-ci ne soit durable dans le temps. Le Japon connaît également une amélioration notable de sa note puisque celle-ci passe de 8,8 à 10,7. Les Etats-Unis et la zone euro affichent des notes relativement stables sur la période.

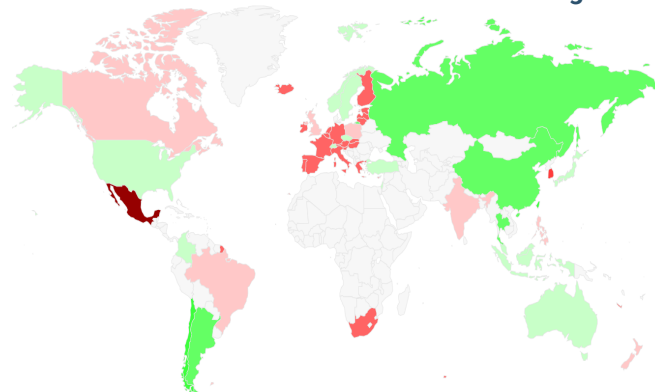
L'inflation globale américaine connaît depuis quelques mois une dynamique haussière. En septembre 2024, elle se situait à 2,5% alors qu'en janvier 2025, elle a été publiée à 3%. Cette hausse récente a entraîné un « repricing » des baisses de taux en 2025 de la part de la FED. En termes de décomposition, il y a un élément très positif: la poursuite de la baisse de la contribution des services. Cette tendance est certes progressive mais elle est par contre bien installée. Par contre, des facteurs plus volatiles comme l'énergie ou les biens ont aujourd'hui un impact plus inflationniste qu'il faudra surveiller dans les prochains mois.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



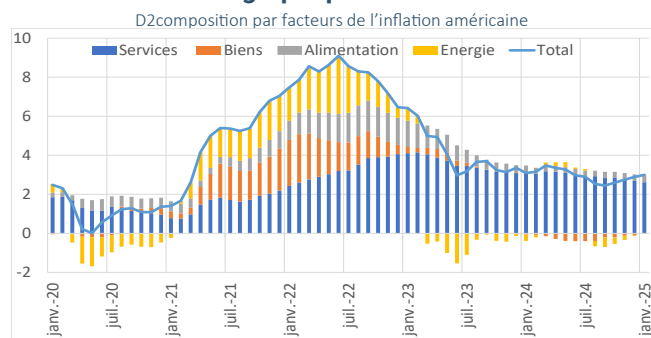
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening



Source : Sanso IS, Bloomberg

Le graphique du mois



Source : Sanso IS, Bloomberg

La probabilité du scénario médian (croissance mondiale modérée) est de nouveau stable. Elle se situe à 70%. L'environnement actuel reste cohérent avec une croissance mondiale évoluant autour de 3% en 2025. Même s'il existe des sources d'incertitudes (hausse des droits de douanes, risques géopolitiques, retour de l'inflation), la dynamique d'activité 2024 devrait se poursuivre en 2025. En toute logique, la probabilité d'un scénario négatif (ralentissement réel) est également stable (25%) tout comme le scénario positif (rebond important) qui 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.

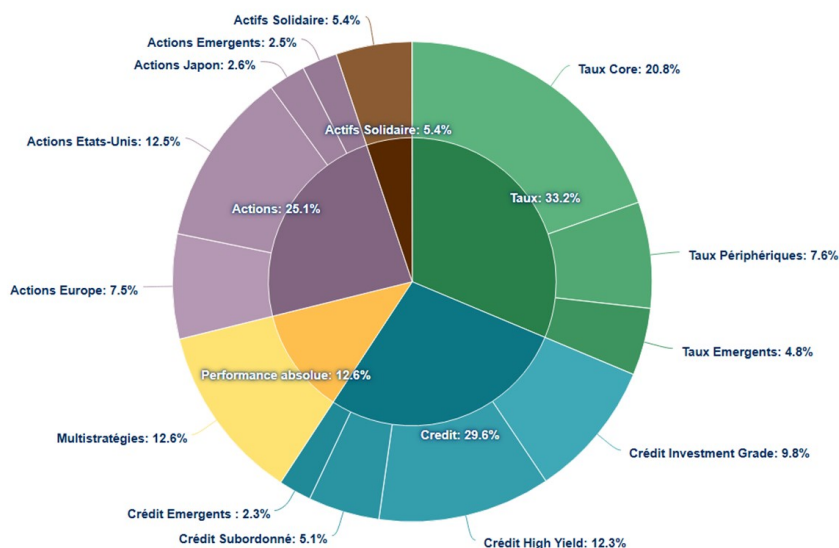
FOCUS ALLOCATION : LES ACTIONS CHINOISES, UNE OPPORTUNITE ?

par Cyriaque DAILLAND

Les actions chinoises affichent des performances décevantes depuis plusieurs années. A l'instar des petites capitalisations, cela fait longtemps que les spécialistes de la classe d'actifs annoncent une inversion de la tendance... sans que celle-ci ne se matérialise réellement. Il y a toutefois eu dans le cas des actions chinoises l'apparition d'une volonté nouvelle des autorités de soutenir l'économie mais également les marchés financiers. Cette nouvelle configuration a entraîné un violent rebond de la classe d'actifs en septembre... qui a néanmoins été effacé en grande partie par la suite. De notre point de vue, le seuil de douleur a été atteint durant l'été sur les actions chinoises. **La capacité des autorités chinoises à accepter une nouvelle baisse de la classe d'actifs est faible. Il faudra néanmoins d'autres éléments tangibles comme une amélioration des résultats des entreprises ou une meilleure visibilité concernant la guerre commerciale sino-américaine pour permettre un rebond durable des actions chinoises.**

Positions au 17/02/2025	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			↔	

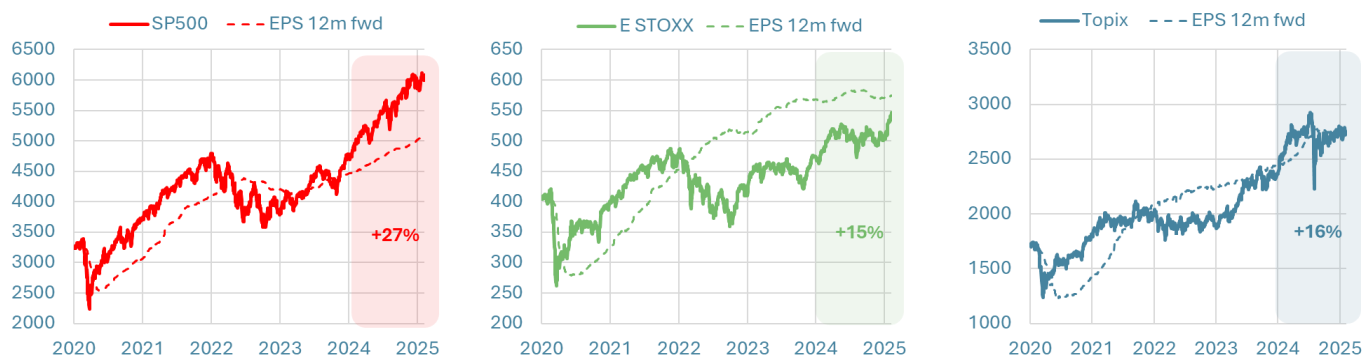
Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions ESG**. Le portefeuille est construit pour répondre à une **approche flexible et diversifiée** avec une prise en compte systématique de critères extra financiers.



DES DYNAMIQUES DE VALORISATION HÉTÉROGÈNES

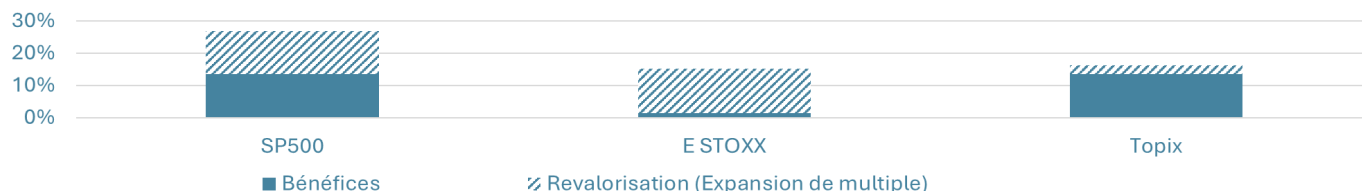
par Michel MENIGOZ et François FONTAINE

La mise en parallèle sur les cinq dernières années des principaux indices avec leur dynamique bénéficiaire respective est riche d'enseignements. Avec un tel recul, on peut analyser dans quelle mesure un marché est en avance ou en retard par rapport aux attentes du consensus sur ce marché. S'il est en avance, c'est qu'il est allé au delà de ce que la progression des bénéfices aurait suggéré et donc qu'il s'est revalorisé. L'illustration ci-dessous souligne rapidement l'avance du mar-



ché américain par rapport aux attentes des analystes et de la même façon, le retard du marché européen vis-à-vis du consensus sur les actions du vieux continent. En revanche, le marché japonais affiche une progression en ligne avec sa dynamique bénéficiaire. Durant cette période, les marchés auront connu une succession d'évènements, de chocs et de réactions de nature à impacter profondément la dynamique des indices. Mais depuis environ un an, l'environnement en termes d'inflation et de taux d'intérêt semble être revenu à une situation que l'on pourrait qualifier de normale. Les marchés actions sont restés sur une tendance très positive avec des progressions à 2 chiffres depuis le début 2024. Ci-dessous figure une décomposition de ces progressions entre un effet bénéfice, qui caractérise l'amélioration intrinsèque du marchés, et un effet revalorisation qui traduit sa cherté relative.

Décomposition de la progression depuis Janvier 2024



Le marché américain se distingue par une dynamique mixte entre croissance bénéficiaire et expansion des multiples de valorisation. En effet, les bénéfices des sociétés américaines ont continué à croître, répondant ainsi aux fortes attentes du consensus. Ils ont été soutenus par l'innovation technologique, la solidité de la consommation intérieure et un environnement macroéconomique relativement résilient. Parallèlement, les multiples de valorisation ont progressé, dans des proportions similaires, reflétant la confiance des investisseurs dans la pérennité de cette croissance. Cette combinaison équilibrée a permis au marché américain de générer une performance solide sur la période.

En Europe, la situation est différente puisque la hausse des marchés ne repose pas sur une croissance des bénéfices, mais uniquement sur une expansion des multiples de valorisation. Les résultats des entreprises européennes sont restés relativement stables, voire stagnants dans certains secteurs clés. Cependant, les investisseurs, encouragés par un contexte de détente des taux d'intérêt et un espoir de reprise économique, ont accepté de payer plus cher leurs actions, ce qui a entraîné une hausse significative des multiples de valorisation. Cette dépendance à la revalorisation des multiples rend cependant la progression du marché moins saine et plus fragile, notamment en cas de retournement de sentiment ou de déception macroéconomique.

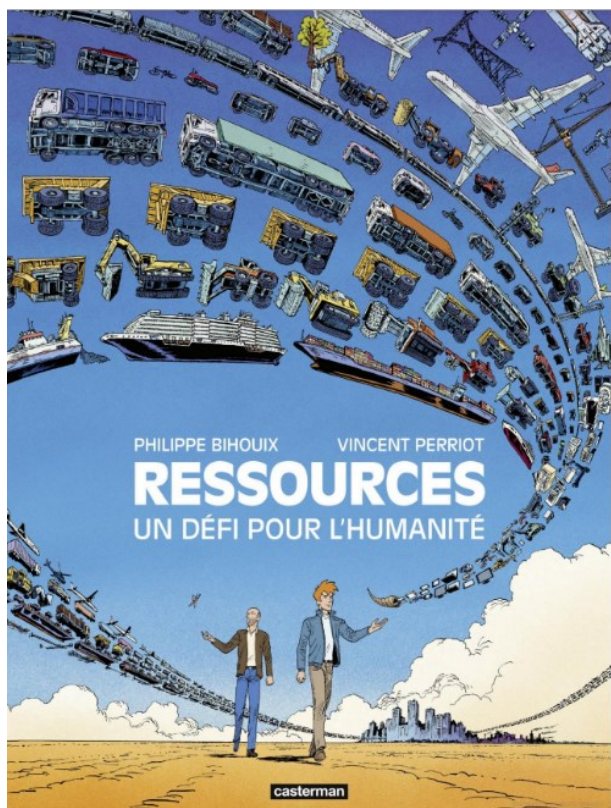
Le marché japonais offre un contraste saisissant avec ses homologues puisque la progression du Topix a été presque exclusivement alimentée par la dynamique bénéficiaire des entreprises, sans véritable revalorisation des multiples. Malgré ces résultats solides, les investisseurs internationaux sont restés prudents, empêchant ainsi une expansion des multiples de valorisation.

L'Europe, qui a priori, montre le profil le moins prometteur des trois marchés analysés, semble vouloir nous contredire en ce début d'année puisqu'après moins de 2 mois en 2025, la progression dépasse déjà les 10%.

FOCUS ISR : L'ÉPUISEMENT DES RESSOURCES NATURELLES EN BD

par Edmond SCHAFF et Yaël LE SOLLIEC

Une douzaine de vers ne peuvent indéfiniment ronger le même fruit. Cette citation de l'écrivain russe Soljenitsyne figurant en page 46 résume assez bien le message délivré par *Ressources Un défi pour l'humanité*. Cette bande dessinée publiée l'an passé est fruit de la collaboration entre Philippe Bihoux, un ingénieur centralien auteur de différents ouvrages sur la thématique des ressources, et le dessinateur Vincent Perriot.



Construit sur un format très similaire à celui du *Monde sans fin* de Jancovici et Blain, l'ouvrage est centré sur la question de l'épuisement des ressources naturelles et, en particulier des métaux.

Il commence par retracer l'histoire du débat entre les *cornucopiens*, c'est-à-dire ceux qui pensent que grâce au progrès technique la croissance pourra être infinie et que nous allons vers un monde où les biens et services seront disponibles en abondance pour tous, et les tenants d'une vision plus « malthusienne » de l'économie et de la société dans laquelle le progrès technique se heurtera tôt ou tard au caractère fini de notre planète.

Ce débat n'est évidemment pas nouveau et aujourd'hui les plus fervents partisans de la croissance infinie imaginent déjà l'humanité évacuant le problème des limites planétaires grâce à la conquête spatiale et à des technologies futuristes telles que la sphère de Dyson qui nous permet-

traient d'exploiter la totalité de l'énergie de notre étoile, le soleil, avant, bien sûr, de coloniser la galaxie toute entière.

Toutefois, ces technologies restent très théoriques et les progrès relatifs à de potentielles innovations comme la fusion nucléaire sont plus lents que ce qu'on imaginait il y a quelques décennies. La soif de croissance de nos sociétés pourrait donc rapidement être remise en cause par la quantité limitée de ressources exploitables présentes sur notre planète.

Cela est d'autant plus vrai que le progrès technique s'accompagne généralement d'un « effet rebond » qui entraîne une croissance des usages faisant plus que compenser les gains d'efficacité. Ainsi les moteurs d'avions plus économes en carburant ont permis le développement de modèles « low cost » et en conséquence l'augmentation du trafic aérien et de la consommation de carburant et de ressources pour construire les avions.

De ce fait, les auteurs affirment que dans les 30 prochaines années nous devrions extraire plus de ressources que depuis l'aube de l'humanité et mettent en avant la face cachée de la « dématérialisation » de l'économie, la production d'un smartphone nécessitant l'extraction de plus de mille fois son poids en ressources.

L'ouvrage aborde ensuite la question du recyclage en soulignant que si nous avons tout intérêt à développer cette filière elle n'en reste pas moins imparfaite dans la mesure où, pour différentes raisons techniques, les taux de recyclage des métaux n'atteignent jamais 100% et peuvent même se situer à des niveaux bien inférieurs. De plus le recyclage des appareils électroniques qui combinent plusieurs dizaines de métaux nécessite de mettre en œuvre des processus très complexes, encore imparfaits et peu répandus.

La dernière partie aborde quelques unes des évolutions nécessaires à une gestion durable des ressources naturelles, par exemple des produits conçus et utilisés sobrement et qui soient facilement réparables ou réutilisables. Elle souligne que cela implique des changements radicaux dans notre façon de consommer et que les conséquences sociales et économiques de ces changements sont incertaines.

La question des ressources naturelles est évidemment centrale pour un investisseur de long-terme et est naturellement prise en compte dans les processus d'investissement de nos fonds ISR en particulier Sanso Essentiel et Sanso Smart Climate afin de favoriser les entreprises les plus vertueuses dans ce domaine.