

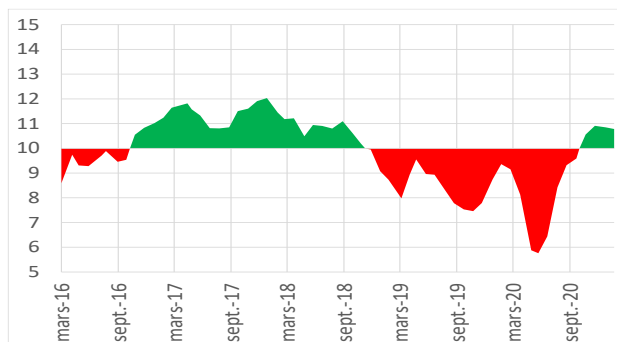
## FOCUS MACRO : UN RALENTISSEMENT AVANT UNE NOUVELLE ACCELERATION

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)<sup>1</sup> baisse très légèrement sur le mois de février. Elle passe ainsi de 10,9 à 10,8... Cette évolution négligeable en absolu est toutefois intéressante car elle acte le fait que l'activité mondiale semble se stabiliser actuellement, voir rebaisse dans certaines zones comme en Europe. Toutefois, ce retournement devrait rester contenu au niveau mondial permettant ainsi à la note globale de rester dans le vert. Dans un second temps (deuxième ou troisième trimestre), nous anticipons un important rebond de l'économie du fait de la diffusion du vaccin et donc d'une amélioration durable de la consommation.

Au niveau géographique, les pays émergents apparaissent actuellement dans une meilleure situation que les pays développés. Au-delà du cas chinois, l'Asie ressort comme la zone gagnante de la crise actuelle. Certains autres pays comme le Brésil et le Russie connaissent également un rebond marqué de l'activité après avoir été très impactés par la crise du Covid-19. Cette situation actuellement favorable aux pays émergents pourrait néanmoins s'inverser au cours de l'année du fait d'une campagne de vaccination en cours beaucoup plus avancée dans les pays développés.

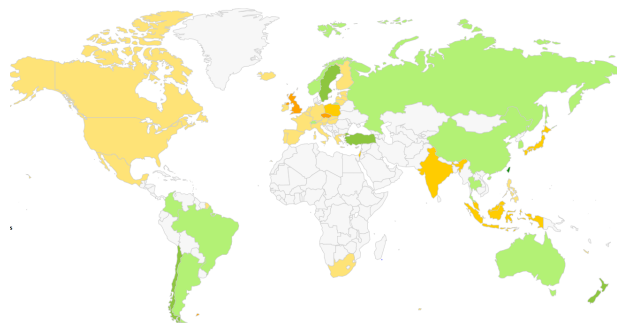
Cette réalité se constate dans les données portant sur le pourcentage de la population vaccinée (graphique à droite qui est mis à jour quotidiennement) **Au-delà du cas israélien qui est un laboratoire sur l'impact d'une politique de vaccination généralisée, les principaux pays en avance sont la Grande Bretagne et les Etats-Unis.** La Chine, l'Inde ou le Brésil apparaissent déjà comme ayant un retard irrattrapable... Les pays développés devraient ainsi avoir atteint l'immunité collective au cours du second semestre alors que pour la plupart des pays émergents, celle-ci ne sera atteinte qu'en 2022.

Note globale du Sanso Macro Screening (SMS)



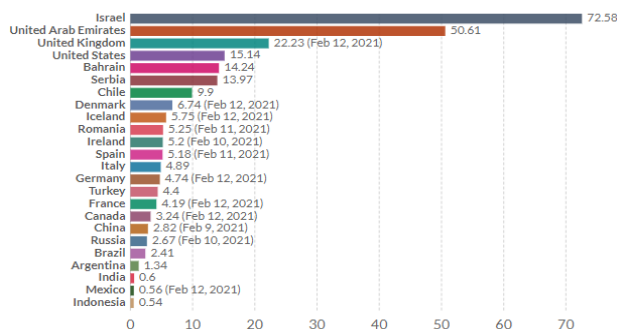
Source : Sanso IS, Bloomberg

Carte du monde du Sanso Macro Screening (SMS)



Source : Sanso IS, Bloomberg

Pourcentage de la population par pays ayant reçu une dose de vaccin



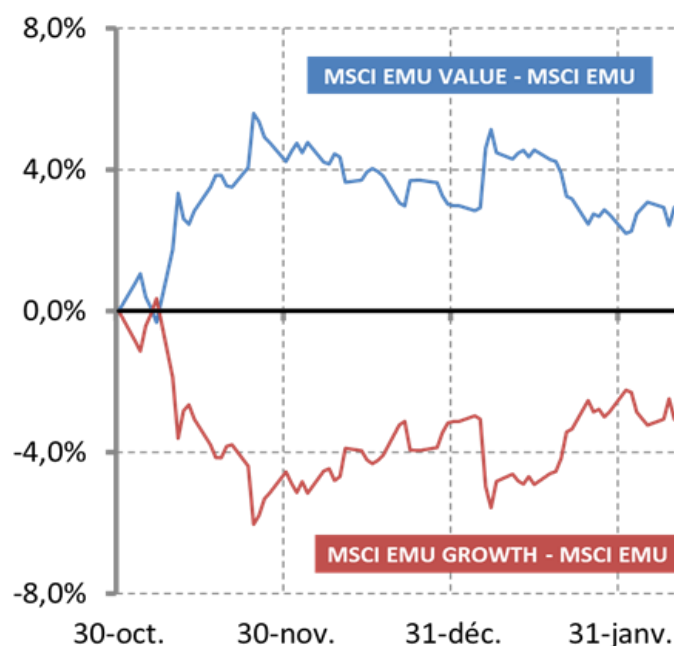
Source : Ourworldindate

Le pire (mutation du virus entraînant l'inefficacité des vaccins) n'étant pas le plus probable, l'activité devrait progressivement accélérer en 2021. Nous fixons donc une probabilité à 10% pour le scénario négatif (récession durable). Le scénario médian (reprise progressive) reste notre scénario principal (65%). Enfin, le scénario positif (rebond rapide et fort avec une probabilité de 25%) ne pourra se concrétiser que si le consommateur retrouve durablement confiance.

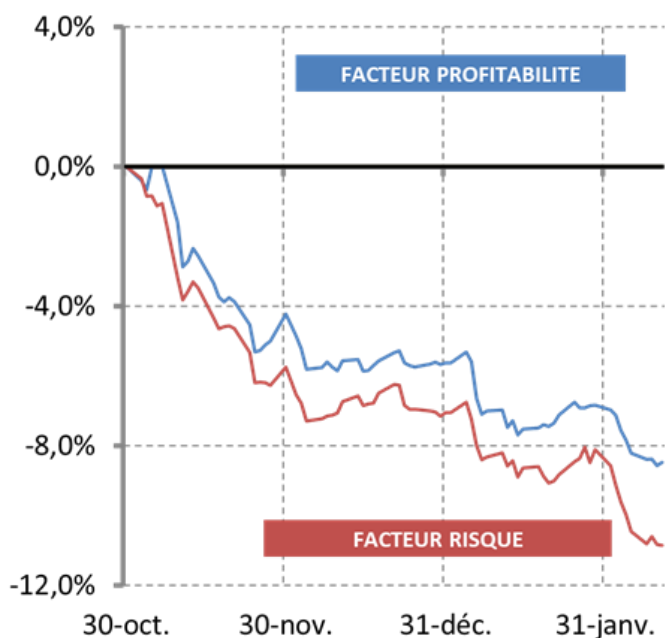
<sup>1</sup> Le modèle Sanso Macro Screening couvre 1200 séries statistiques économiques sur une trentaine de pays. Le modèle permet de suivre mensuellement l'évolution de la situation économique globale à travers l'analyse des principaux pays. Le système de notation, entre 0 et 20 est une agrégation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

## FOCUS MARCHÉ : UNE MARCHÉ IRRATIONNELLE

Au début du mois de novembre dernier, l'annonce de la mise au point de vaccins efficaces pour lutter contre la pandémie avait entraîné une rotation violente sur les marchés actions, où l'on a vu en quelques séances les valeurs les plus délaissées jusque-là, reprendre des couleurs et rattraper une partie de leur retard. Les banques par exemple, progressent de près de 40% sur le seul mois de novembre. Il n'en fallait pas plus pour prédire le retour de la Value, ce style d'investissement qui accompagne le plus souvent les phases de reprise économique. Après tout, rien d'irrationnel dans ce phénomène puisqu'il est vrai que depuis de nombreuses années maintenant, aveuglés par les résultats délivrés par l'ensemble des valeurs de croissance liées à l'économie digitale, les marchés n'ont guère favorisé les titres les plus décotés. A l'instar de ce qu'il s'est passé en 2000, 2009 ou plus récemment en 2016, on pouvait s'attendre à ce que cette rotation se confirme dans les mois suivants. Or comme l'illustre le graphique ci-contre, il n'en fut rien et le rallye « Value » du mois de novembre n'a pas fait long feu et dès le mois de décembre, les valeurs de croissance ont repris leur position de leadership sur le marché.



Source : Sanso IS, Bloomberg



Source: Sanso IS, Bloomberg

En analysant le mouvement plus en détail, on s'aperçoit qu'au-delà d'une forte décote, **les valeurs qui ont le plus progressé sont aussi celles qui offraient les plus faibles niveaux de profitabilité et les niveaux de risque les plus élevés.** Plutôt qu'une reprise cyclique, le mouvement s'apparente donc à un rallye « poubelle » qui, généralement, ne s'inscrit pas dans la durée.

Mais si la reprise des valeurs décotées ne s'est pas confirmée, le mouvement en défaveur des valeurs les moins risquées et des plus profitables, que l'on peut qualifier d'irrationnel, s'est quant à lui poursuivi et s'est même accéléré tout récemment comme le montre l'évolution des facteurs correspondants ci-contre.

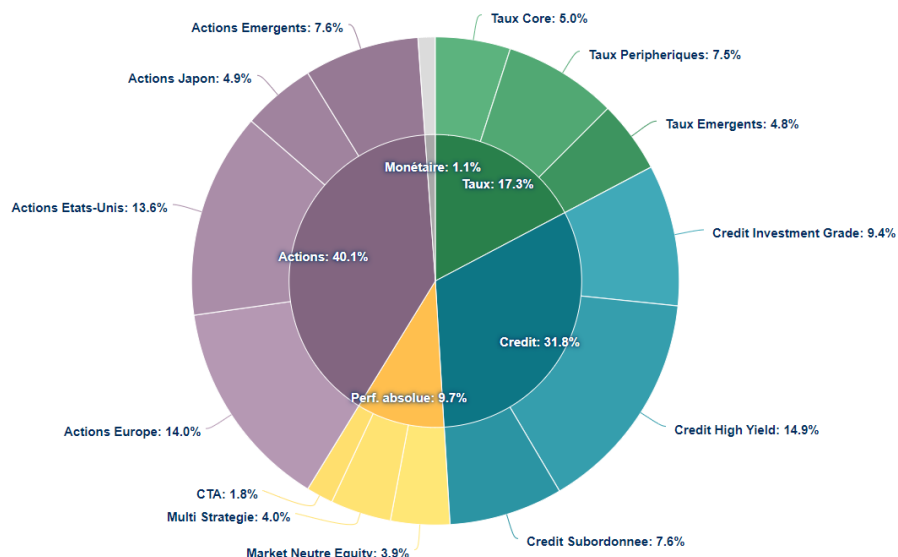
*Difficile de croire aujourd'hui que les banques ou les valeurs pétrolières, certes très sous valorisées, puissent devenir les leaders du « monde d'après ». Par conséquent, la persistance d'un mouvement irrationnel, tel que celui auquel nous assistons depuis quelques semaines, nous incite à la prudence .*

# FOCUS ALLOCATION : LES TAUX CORE, UNE CLASSE D'ACTIFS A EVITER EN 2021

Être négatif sur les obligations souveraines des pays « core » est une conviction très consensuelle. Toutefois, contrairement à certains qui tiennent cette position depuis de nombreuses années, nous étions encore neutres sur la classe d'actifs il y a quelques semaines. **Notre décision de passer très négatif sur cette classe d'actifs s'explique par quatre facteurs : le rendement, le momentum, l'économie et la corrélation.** Tout d'abord, le niveau en absolu du rendement offert par ces obligations est aujourd'hui très faible (10 ans allemand à -0,4% et 10 ans américain à 1,2%). Ensuite, les prix de ces obligations ne sont clairement plus orientés à la hausse depuis plusieurs mois. Autre élément, la reprise économique attendue en 2021 est favorable historiquement à la hausse des taux longs (avec possiblement un retour de l'inflation). Enfin, les taux « core » n'apportent plus dans un portefeuille diversifié une brique stabilisatrice puisque la corrélation négative entre taux et actions ne fonctionne plus. Les taux « core » n'ont donc plus d'intérêt dans une allocation stratégique. Toutefois, nous n'anticipons pas un krach obligataire du fait des « QE » des banques centrales en cours.

	Très négatif	Négatif	Neutre	Positif	Très positif	Evolution	Stratégies privilégiées
<b>Classes d'actifs</b>		Monétaire Obligations		Crédit Actions		→ → → →	
<b>Obligations</b>	Core		Emergents Hard	Périphériques Emergents Local		↓ → → →	Grèce; Italie
<b>Crédit</b>	Investment Grade		Emergents	High Yield Subordonnées		→ → → →	Cross over AT1
<b>Actions</b>			Europe Etats-Unis Japon	Emergents		→ → → →	Petites capitalisations Techno Asie
<b>Devises VS EUR</b>			USD JPY G10	Emergents		→ → → →	

Cette allocation se retrouve implémentée dans le fonds **Sanso Convictions**. 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 ISR : L'HYDROGENE VERT

L'hydrogène, l'élément le plus répandu dans l'univers, constitue-t-il **le chaînon manquant de la transition énergétique**, celui qui va nous permettre de migrer vers une énergie 100% renouvelable ?

L'hydrogène est présent en abondance sur terre mais presque exclusivement en combinaison avec d'autres éléments comme l'oxygène (H<sub>2</sub>O, l'eau) ou le carbone (CH<sub>4</sub>, le méthane). Pour pouvoir l'utiliser en tant que combustible **il faut donc tout d'abord le séparer de ces autres éléments** pour obtenir du dihydrogène (H<sub>2</sub>) puis le recombinaison à de l'oxygène, ce qui déclenche sa combustion.

Cette technique est utilisée depuis longtemps dans différents domaines, **l'hydrogène liquide étant utilisé en tant que carburant pour les fusées** par exemple.

Plus prosaïquement l'hydrogène est aujourd'hui essentiellement utilisé dans l'industrie soit pour produire des engrais azotés soit pour raffiner des produits pétroliers. Cet hydrogène est essentiellement obtenu par **reformage du méthane, une technique émettrice de CO<sub>2</sub>**.

Jusqu'ici rien de vert donc. En revanche il est également possible d'obtenir de l'hydrogène par **électrolyse de l'eau**, une technique qui ne génère pas d'émissions de CO<sub>2</sub> si l'électricité utilisée est produite à partir de sources renouvelables ou du nucléaire. **C'est ce qu'on appelle l'hydrogène vert.**

L'hydrogène peut ensuite être stocké sous forme comprimée puis réutilisé sous forme d'électricité à l'aide d'une pile à combustible. **Cette technologie présente donc l'intérêt de palier au caractère intermittent des énergies renouvelables** en stockant une partie de l'énergie produite.

On comprend donc que **les applications de l'hydrogène vont potentiellement bien au-delà du domaine des transports** auquel la technologie est souvent associée. L'hydrogène peut également être utilisé dans l'industrie mais aussi pour fournir les bâtiments en chauffage ou en électricité par exemple.

Cependant actuellement le coût de production de l'hydrogène vert est relativement prohibitif. Il faudrait qu'il baisse de 60% pour être compétitif pour certaines applications industrielles et

dans le domaine des transports.

Cela n'empêche pas la thématique de l'hydrogène d'être extrêmement populaire sur les marchés financiers depuis quelques mois. **Les cours des quelques sociétés spécialisées sur des technologies relatives à l'hydrogène vert se sont envolés** à l'image de FuelCell Energy, une société américaine qui produit des piles à combustible et dont le cours de bourse a été multiplié par plus de dix depuis début novembre ou de Ceres Power dont la hausse a été plus graduelle mais dont le cours a tout de même plus que doublé en 6 mois.

Le champion français de l'hydrogène, McPhy Energy, n'est pas en reste avec une multiplication par près de six du cours de bourse en l'espace d'un an. **Ces entreprises ne faisant pour la plupart pas de bénéfices elles affichent des valorisations qui peuvent dépasser cent fois le chiffre d'affaires attendu pour 2021.**

Cet engouement assez soudain des investisseurs s'explique par plusieurs facteurs : **des marques d'intérêt de grands industriels qui prédissent un avenir brillant au secteur, le plan de relance verte de l'Union Européenne qui accorde une place relativement importante à cette technologie** et le fait que les valeurs environnementales en général ont été très recherchées par les investisseurs en 2020.

Tout ceci ne doit pas faire oublier que pour pouvoir être déployé à grande échelle, l'hydrogène vert doit d'abord fortement baisser ses coûts, **l'effet volume très positif risquant donc d'être, au moins en partie, annulé par un effet prix négatif.** De plus, si les industriels chinois décident de se positionner agressivement sur ce marché, **les investisseurs risquent de revivre les déconvenues du secteur solaire il y a une décennie maintenant.**

Nous constatons pour notre part que la grande majorité des gérants avec lesquels nous travaillons dans le cadre de Sanso Megatrends sont absents du secteur ou ont réduit leur exposition ces derniers mois.

*Lettre rédigée le 15 février 2021*

### Performances économiques, boursières et valorisation d'une sélection de sociétés actives dans l'hydrogène vert

Société / indice	Activités en lien avec la thématique	Croissance annualisée du Chiffre d'Affaires sur les 5 dernières années calendaires	Société réalisant des bénéfices	Croissance annualisée du cours de bourse sur les 5 dernières années calendaires	Valorisation (Capitalisation boursière / ventes attendues en 2021)*
Ballard Power Systems	Production de piles à combustible	13,4%	Non	71,9%	91,1
Plug Power	Production de piles à combustible	24,1%	Non	74,3%	77,3
McPhy Energy	Production d'électrolyseurs et de systèmes de stockage	31,0%	Non	44,2%	29,7
S&P 500	-	3,8%		12,9%	2,6

Source : Bloomberg, données en devises locales, prend en compte les données estimées pour 2020

**SANSO**<sup>IS</sup>  
INVESTMENT SOLUTIONS

Société de gestion agréée par l'AMF sous le N° GP-1100033 – [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)  
Enregistrée auprès de l'Orias sous le numéro 120 661 96 SAS au capital de 541 423 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.