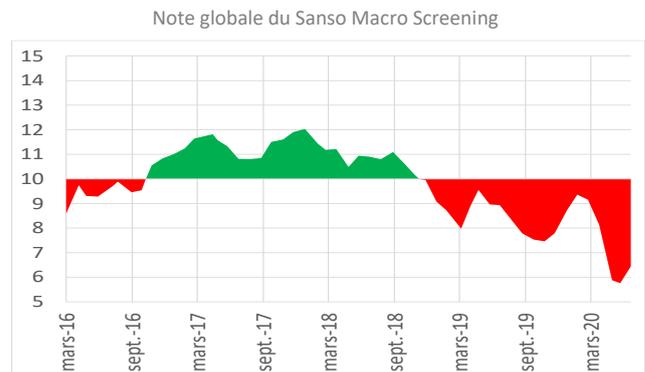


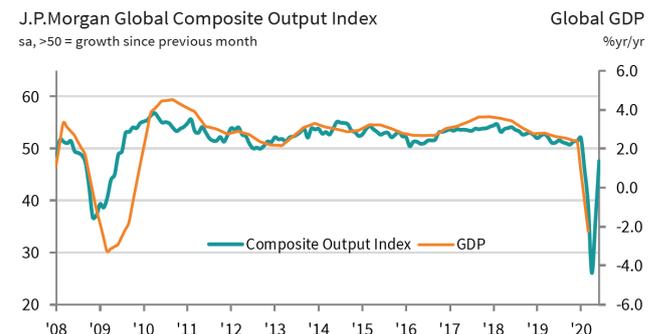
FOCUS MACRO : UNE REPRISE ÉCONOMIQUE EN COURS

La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ progresse sur le mois de 5,8 à 6,4. Même si le niveau reste en absolu faible, le point clé est l'inversion de la tendance. En effet, après une chute vertigineuse de la note entre mars et juin, un rebond a eu lieu en juillet. Ce retournement s'explique principalement par le facteur « indicateurs avancés » qui progresse significativement. À l'inverse, le facteur « activité économique » reste à un niveau extrêmement faible, sans aucun retournement pour l'instant. Ainsi, une reprise économique est clairement en cours... mais elle n'impacte pas encore tous les agents et zones géographiques de la même manière.



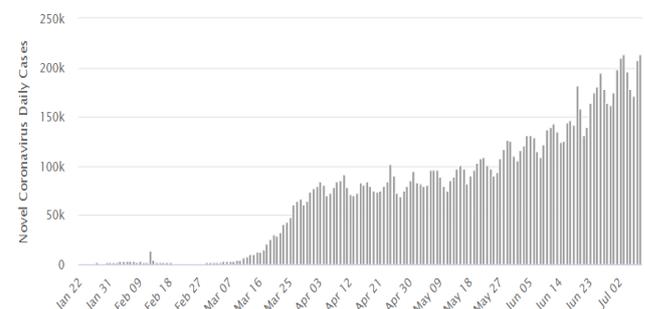
Source : SANSO IS, Bloomberg

Le rebond du PMI global composite se confirme sur le mois de juin avec une progression de 36,3 à 47,7. Ce niveau qui reste toujours inférieur au niveau d'expansion économique (50) est toutefois rassurant pour le second semestre. En effet, la dynamique est importante pour ce type d'indicateur et, toute chose égale par ailleurs, la tendance devrait se poursuivre. D'ailleurs, certains pays affichent déjà des PMI composites positifs comme la Chine (55,7) ou la France (51,7).



Source : JP Morgan; Markit

Concernant le coronavirus, la situation reste hétérogène... avec une dynamique globale toujours préoccupante. En effet, le nombre de cas journalier au niveau mondial dépasse aujourd'hui les 200 000. La diffusion du coronavirus se concentre dans les pays émergents (Mexique, Russie, Inde...) avec toutefois l'exception américaine. Ce pays, du fait d'un confinement partiel, n'est pas parvenu à reprendre le contrôle de la situation. Ce sont aujourd'hui les états du sud (Texas, Floride..) qui sont impactés. Le coronavirus reste donc le principal risque pour la reprise économique.



Source : Worldometers

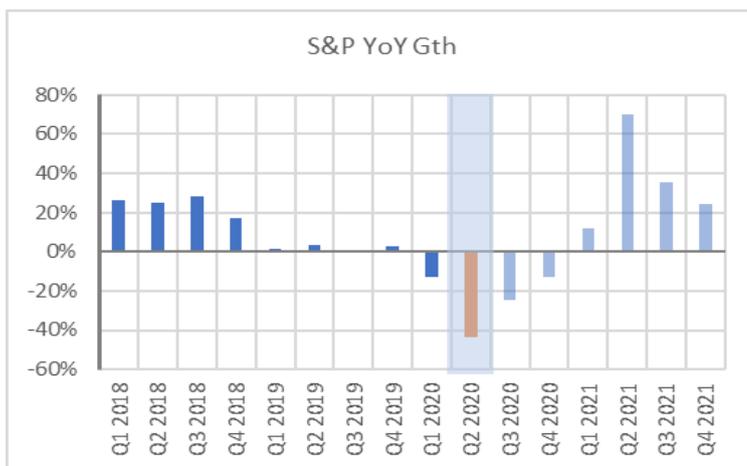
Par rapport au mois précédent, la situation est relativement similaire. Dans ce contexte, nous maintenons donc la probabilité à 20% du scénario négatif (récession durable). Notre scénario principal (reprise progressive de l'activité) se confirme de jour en jour. Nous lui donnons toujours une probabilité de 70%. Le scénario positif (rebond rapide et fort) nous semble toujours peu probable (5%) du fait de la durée de l'élaboration d'un vaccin.

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.

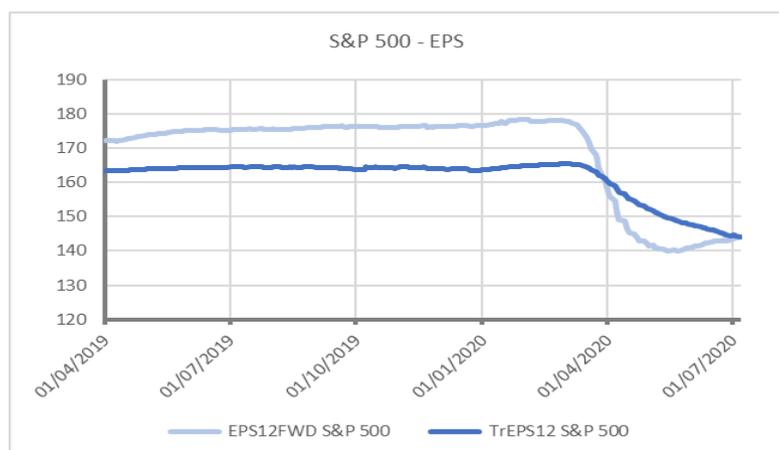
FOCUS MARCHÉ : À L'HEURE DES RÉSULTATS US POUR LE Q2

Dans quelques jours débutera la saison de publication des résultats des entreprises américaines pour le Q2. Et si celles du premier trimestre avaient déjà montré un impact non négligeable des effets du confinement quasi généralisé sur la planète avec des chiffres en recul de presque 13% par rapport au même trimestre de l'année précédente, les anticipations pour ce deuxième trimestre sont encore plus catastrophiques avec un repli anticipé dépassant les 40%. Des chiffres qui contrastent naturellement avec les performances des marchés actions qui restent certes pour la plupart en territoire négatif depuis le début de l'année mais qui pour certains segments, sont déjà revenus sur leurs plus hauts historiques. Cet optimisme ambiant repose sur cette capacité qu'ont les investisseurs à se

projeter au-delà des tous prochains mois et à anticiper d'ores et déjà un rebond de la dynamique bénéficiaire à un horizon d'un an. En effet, les projections indiquent un retour de la croissance au niveau des résultats dès le premier trimestre de 2021, c'est-à-dire dans un peu moins d'un an.



Source : Refinitiv



Source : SANOS IS, Bloomberg

Ce phénomène s'observe très bien sur le graphique ci-contre où l'on voit à nouveau quelques révisions à la hausse sur les perspectives à 12 mois après la chute des mois de mars et d'avril alors qu'en même temps, les résultats publiés (Trailing) sont toujours sur une tendance négative.

Si l'on en croit ces courbes, nous sommes aujourd'hui au point où la croissance bénéficiaire à un horizon de 12 mois redevient positive, source d'optimisme indiscutable pour les investisseurs.

Pourtant, nul ne doit ignorer que ces mouvements se sont opérés dans un contexte où les marchés actions ont déjà récupéré une grande partie des pertes survenues en ce début d'année. En d'autres termes, les multiples de valorisations sont bien au-delà de ce qu'ils étaient il y a un an alors que l'incertitude d'aujourd'hui semble incomparable, tant au niveau économique qu'au niveau sanitaire d'ailleurs. Par conséquent, il nous semble important d'observer une certaine prudence vis-à-vis des actions américaines et de privilégier peut-être des segments de marchés plutôt défensifs et/ou offrant de meilleures perspectives de croissance. Cette crise aura notamment fait ressortir une résilience particulière de certaines activités.

Les services publics, les activités autour du digital et de la technologie, ou bien sûr la santé (thème qui sera spécifiquement abordé dans la partie ISR de cette lettre) sont des secteurs qui nous semblent aujourd'hui encore disposer d'atouts pour traverser favorablement cette nouvelle saison de résultats.

Secteurs	Q2-2020 YoY Gth	PER 12 Mth fwd
<i>Utilities</i>	-3,8%	20,3
<i>Technology</i>	-8,0%	31,9
<i>HealthCare</i>	-14,8%	20,7
<i>Real Estate</i>	-15,1%	27,4
<i>C. Staples</i>	-15,8%	19,4
<i>Comm. Serv.</i>	-30,0%	15,7
<i>Materials</i>	-38,1%	20,2
<i>Financials</i>	-52,4%	16,7
<i>Industrials</i>	-89,1%	24,3
<i>C. Discretionary</i>	-114,0%	47,7
<i>Energy</i>	-153,7%	43,4

Source : SANOS IS, Bloomberg

FOCUS ALLOCATION : LE CRÉDIT, UNE CLASSE D'ACTIFS À PRIVILÉGIER

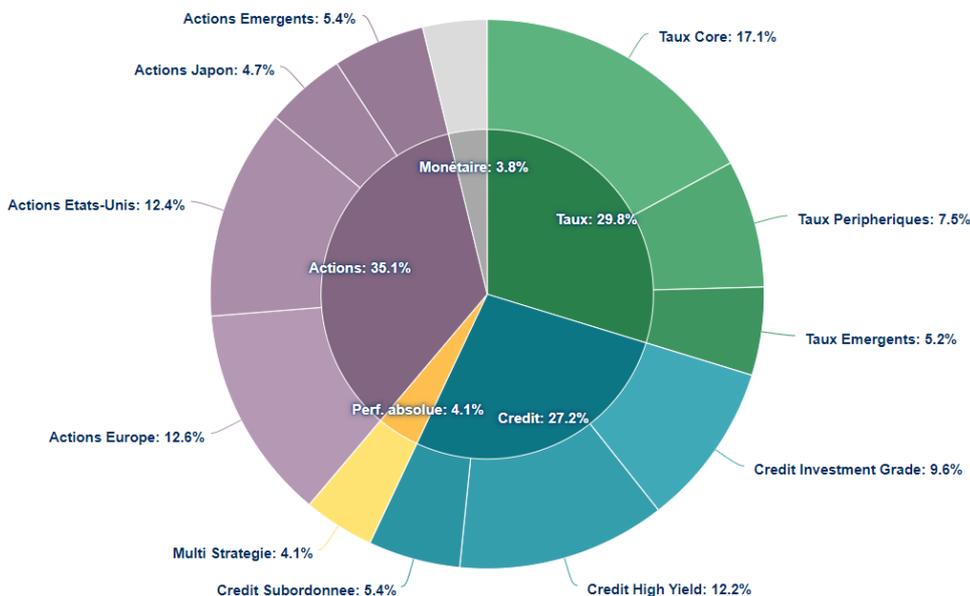
Un investissement sur les marchés financiers peut se concentrer sur un axe d'analyse unique tel que la valorisation ou la croissance ou chercher, à l'inverse, à trouver le meilleur équilibre entre les différents facteurs pouvant impacter les prix. Dans le cadre de notre processus de gestion, nous cherchons à investir sur des actifs dont les prix progresseront si notre scénario central se réalise mais qui souffriront également de manière limitée dans le cas où notre analyse s'avèrerait erronée. **De notre point de vue, un portefeuille diversifié et équilibré doit essayer au maximum d'investir de manière dissymétrique.** Si ce principe peut sembler évident, il est souvent difficile à implémenter dans un portefeuille car il nécessite de trouver des actifs possédant cette caractéristique.

De notre point de vue, **les obligations d'entreprises « haut rendement » offrent aujourd'hui cette dissymétrie.** En effet, du fait de la crise, les rendements de ces actifs se sont fortement tendus. Même si une partie de la hausse des taux a déjà été effacée, il reste un potentiel de baisse des taux. Par exemple, un indice d'obligations d'entreprises à haut rendement zone euro avait un rendement de 3,1% en janvier 2020 avant d'exploser à la hausse durant la crise pour dépasser les 10%. Le rendement se situe actuellement à 5,3%. Dans le cadre de notre scénario central (reprise progressive de l'activité), nous considérons que ce rendement devrait continuer de baisser. De plus, même si le taux devait rester stable, la composante « portage » aura une contribution réelle à la performance.

Au niveau de notre allocation stratégique, nous restons toujours neutres sur les actions. Les facteurs spécifiques à cette classe d'actifs (résultats et valorisations) nous incitent à la prudence mais, dans le même temps, l'environnement global (liquidité abondante, positionnement des investisseurs) restent favorables aux actions. Concernant les obligations souveraines, les obligations pays périphériques gardent notre préférence du fait de rendement élevé relativement aux obligations « core » et du programme d'achat de la BCE. Les obligations d'entreprises à haut rendement et les subordonnées financières offrent un couple rendement/risque attractif. À l'inverse, nous restons méfiants concernant les obligations d'entreprises émergentes. Enfin, sur les devises, les niveaux actuels ne justifient toujours pas de positions actives dans un portefeuille.

Classes d'actifs	Négatif	Neutre	Positif	
Actions		=		
Taux		=		
Monétaire		=		
Actions	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Etats-Unis		=		Grandes capitalisations
Europe		=		Grandes capitalisations; Thématiques
Japon		=		
Emergents		=/+		Asie
Obligations d'Etat	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Pays Core		=		Etats-Unis; indexée sur l'inflation
Pays périphériques			+	Grèce; Italie
Emergents Local		=/+		
Emergents Hard		-/+		
Obligations d'entreprises	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Investment Grade	-			
High Yield			+	Short duration ; Cross over
Subordonnée			+	Privilégier les AT1
Emergents	-			
Diversification	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Convertibles		=		
Perf absolue	-			Multi Stratégies
Devises	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
USD vs EUR		=		
JPY vs EUR		=		
Autres G10 vs EUR		=		
EM vs EUR		=		

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 : INNOVATION MÉDICALE

La santé est une composante essentielle de notre stratégie « thématiques durables » puisqu'elle **représente plus de 20% du portefeuille ce qui en fait la principale thématique** loin devant l'efficacité énergétique dont le poids atteint 12.6% de l'actif.

La thématique étant très large nous avons décidé de la découper en trois parties que nous aborderons dans cette lettre dans les prochains mois : **l'innovation médicale, le vieillissement de la population et l'accès au système de santé pour les populations défavorisées**, ces trois dimensions étant naturellement fortement interconnectées.

En permettant de traiter des pathologies jusqu'ici incurables ou en améliorant l'efficacité des soins relatifs à des affections existantes **l'innovation médicale participe à l'amélioration de la qualité de vie, la santé** étant considérée par une large part de la population mondiale comme **le critère le plus important** de ce point de vue comme le montrent les données du Better Life Index de l'OCDE.

Ces dernières années la recherche a enregistré des avancées significatives dans différents domaines, notamment **ceux du traitement du cancer et des maladies orphelines**, ces affections qui touchent moins de 0.05% de la population.

Ainsi **près de la moitié des molécules approuvées ces 10 dernières années par la Food and Drug Administration**, l'autorité américaine chargée de réguler la mise sur le marché de nouveaux médicaments, **étaient relatives à des maladies orphelines**.

Par ailleurs, les prévisions de cabinets spécialisés comme Evaluate Pharma montrent que **la croissance du marché des médicaments devrait être de l'ordre de 7% par an** sur les 5 prochaines années, **le potentiel de croissance du segment de l'oncologie étant, lui, estimé à 12% par an**.

Outre sa contribution en termes d'amélioration de la qualité de vie le segment de l'innovation médicale présente donc

également un potentiel de croissance intéressant.

Cependant, **depuis quelques années près des deux tiers de ces innovations sont le fait de petites structures** comme le montrent les données collectées par HBM Partners, une société de gestion suisse spécialisée sur le secteur de la santé.

Du point de vue de l'investisseur il est donc **très difficile d'identifier ex ante les futurs innovateurs** et ce type d'exercice

Il apparaît donc plus sage de **se concentrer sur les entreprises qui contribuent à cette vague d'innovations médicales en apportant leurs produits ou services aux laboratoires** de recherche. Elles bénéficient de la croissance du segment sans subir le risque d'échec de programmes de recherche en cours.

implique en outre une prise de risque binaire importante.

Des sociétés comme **IQVIA** qui permet aux laboratoires de sous-traiter une partie de leurs tests ou **Perkin Elmer** qui fournit de nombreux équipements et consommables indispensables à tout programme de recherche médicale répondent parfaitement à cette description et **ont enregistré des croissances significatives de leur activité et de leur cours de bourse depuis cinq ans**.

Cependant l'innovation médicale ne se limite pas au développement de nouveaux médicaments. Le segment des équipements de santé et la digitalisation du secteur offrent également des opportunités d'investissement intéressantes.

Ainsi **Teladoc**, une société américaine qui permet d'obtenir **très rapidement une consultation médicale via vidéoconférence**, a largement bénéficié de la crise du coronavirus. À plus long-terme la place des robots dans les salles d'opérations devrait également continuer de progresser, tendance bénéfique pour une société comme **Intuitive Surgical**, un des spécialistes de ce domaine.

Lettre rédigée le 10 juillet 2020

Performances économiques et boursières d'une sélection de sociétés actives dans l'innovation médicale

Société / indice	Activités en lien avec la thématiques	Croissance annualisée du Chiffre d'Affaires sur les 5 dernières années calendaires	Croissance annualisée des bénéfices sur les 5 dernières années calendaires*	Croissance annualisée cours de bourse sur les 5 dernières années calendaires
IQVIA	Support en recherche et innovation médicale	15,2%	19,0%	21,3%
Perkin Elmer	Équipements de recherche médicale	6,8%	9,8%	17,3%
Intuitive Surgical	Chirurgie robotisée	16,0%	23,0%	27,4%
S&P 500	-	4,0%	6,7%	9,4%

*Source : Bloomberg, données en devises locales - * pour IQVIA la croissance du Free Cash Flow a été utilisée*

SANSO
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 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.