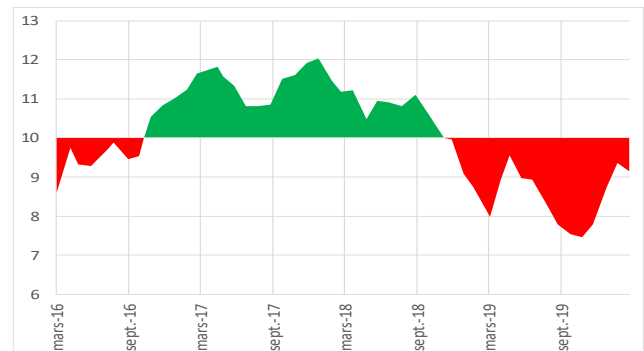


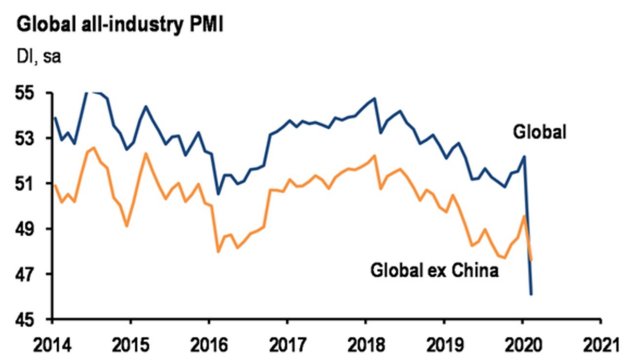
FOCUS MACRO : UNE CROISSANCE 2020 EN V, U OU L ?

La dynamique positive de l'économie mondiale qui était en place depuis plusieurs mois a été arrêtée nette par la diffusion du Coronavirus en dehors de la Chine. **La note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)¹ évolue ainsi de 9,4 en février à 9,2 en mars.** Cette baisse va s'accroître dans les prochains mois du fait de la mise en place de restrictions dans la plupart des pays développés. Le facteur « indicateurs avancés » devrait être le premier facteur à corriger significativement... La note des autres facteurs (activité et consommation en particulier) connaîtra une correction dans un second temps.



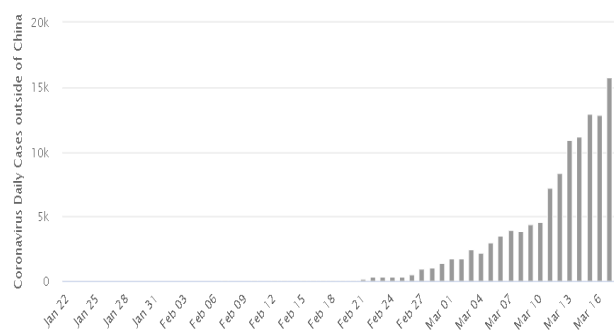
Source : SANSO IS, Bloomberg

Le PMI global composite publié pour le mois de février connaît une correction significative puisqu'il passe de **52,2 à 46,1**. Cette baisse s'explique principalement par un effet « Chine » puisque sans ce pays, la correction n'aurait été uniquement que de 2 points. Même si chaque situation est différente, la Chine représente aujourd'hui le « benchmark » pour les autres pays. En termes d'activité, après un ralentissement extrêmement marqué, il faudra suivre l'évolution des indicateurs économiques chinois sur les prochains mois...



Source : JP Morgan

Concernant le Coronavirus, la situation a radicalement changé par rapport au mois précédent. En effet, initialement, le sujet concernait exclusivement la Chine. Cela n'est plus du tout le cas puisque de nombreux pays sont aujourd'hui touchés. **Les investisseurs sont focalisés sur deux éléments : la diffusion de la maladie et l'impact économique des mesures prises.** Les gouvernements doivent ainsi limiter au maximum la diffusion du virus tout en soutenant les secteurs les plus touchés... Ce double objectif semble particulièrement compliqué à gérer.



Source : Worldometers

Le développement du Coronavirus nous pousse à anticiper un ralentissement économique important au premier semestre. Nous estimons à 40% la probabilité que ce ralentissement se prolonge durablement (scénario en L). Notre scénario principal (probabilité de 55%) est une reprise en U (rebond au second semestre). Le scénario le plus positif (en V) nous semble peu probable (5%) à moins d'une découverte scientifique majeure pour traiter le Coronavirus.

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.

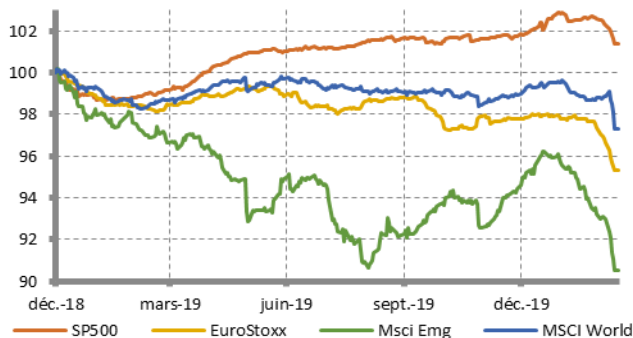
FOCUS MARCHÉ : VENT DE PANIQUE

On se souvient d'octobre 1987, de mars 2000, de septembre 2008, sans nul doute mars 2020 restera tout autant dans les mémoires. La propagation du Coronavirus sur l'ensemble du globe et les mesures de confinement prises en ordre dispersé font craindre aux investisseurs une brutale entrée en récession et entraîne les marchés dans une correction brutale et d'une rapidité jamais observée.

Et même si les analystes ont déjà révisé en baisse leurs perspectives bénéficiaires, les marchés sont revenus sur des multiples de valorisation inférieurs pour la plupart à leur moyenne historique. Sans nul doute, les analystes vont poursuivre ce mouvement et s'il est difficile d'anticiper l'ampleur des révisions, celles-ci viendront amortir le de-rating des marchés actions.

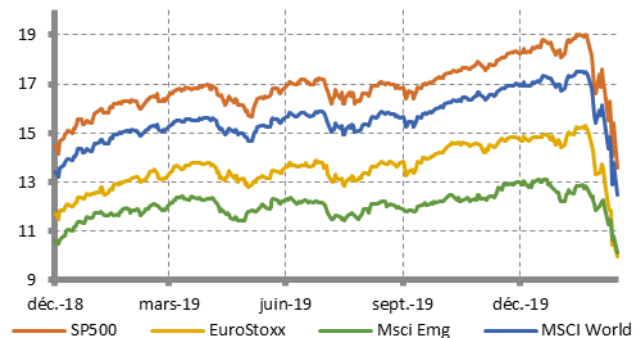
Des opportunités devraient donc apparaître dans les semaines à venir, des investissements sur de tels niveaux de multiples sont rarement perdants à moyen/long terme.

Dynamiques Bénéficiaires



Source : SANSO IS, Bloomberg

Ratio Cours / Bénéfices (PER) à Horizon 12 mois

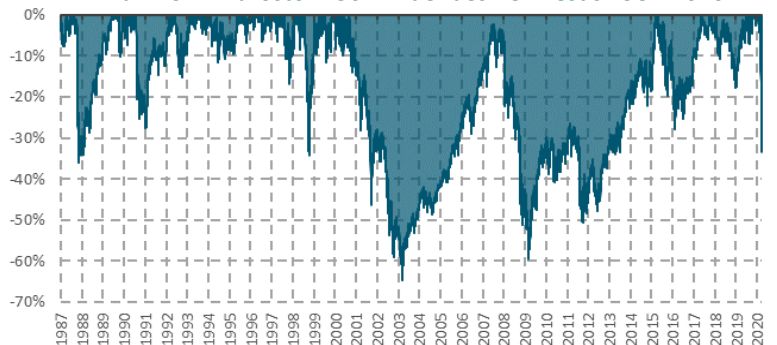


Source : SANSO IS, Bloomberg

Clairement, la crise actuelle rentre en bonne place dans le palmarès des corrections boursières de ces 35 dernières années. Elle se distingue aussi par la vitesse de la chute et par des records en termes de replis quotidiens et hebdomadaires.

Le graphique ci-contre permet une mise en relief toute relative de la correction actuelle. Pour la neuvième fois depuis 1987, les marchés actions marquent un repli de plus de 30% sur des points hauts récents.

DrawDown Eurostoxx 50 Dividendes Réinvestis 1987-2020



Source : SANSO, Bloomberg

| | Période | Perte Totale (DrawDown) (%) | Durée Draw-Down (jours) | Max Perte semaine (%) | Max Perte Jour (%) | Recovery (jours) | DrawDown + 3 Mois (%) | Perte Journalière (%) ** |
|---------------------------------|---------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------|--------------------|------------------|-----------------------|--------------------------|
| Krach de '87 | Oct. '87 - Nov. '87 | -27% | 26 | -11,8% | -7,9% | 419 | 6,6% | -1,0% |
| Invasion du Koweït | Aou. '90 - Jan '91 | -25% | 166 | -5,8% | -4,8% | 405 | 23,2% | -0,2% |
| Crise Russe + LCTM | Jul. '98 - Oct. '98 | -34% | 80 | -6,2% | -5,2% | 90 | 52,5% | -0,4% |
| Explosion Bulle Internet | Mar. '00 - Mar. '03 | -65% | 1101 | -10,6% | -6,4% | 1556 | 33,9% | -0,1% |
| Crise financière | Jul. '07 - Mar. '09 | -60% | 602 | -13,1% | -7,5% | 2800 | 39,6% | -0,1% |
| Crise Dette Souveraine | Fev. '11 - Sep '11 | -24% | 207 | -11,2% | -5,9% | 688 | 14,9% | -0,1% |
| Ralentissement Chine | Jul. '15 - Oct. '15 | -14% | 169 | -5,6% | -4,4% | 58 | 9,1% | -0,1% |
| Covid-19* | Fév. 20 - X | -39% | 24 | -22,8% | -10,4% | X | X | -1,6% |

Métriques obtenues à partir de l'Eurostoxx 50 Dividendes Réinvestis ; *Au Point Bas du 16/03/2020; ** Ratio DrawDown / Durée

Source : SANSO IS, Bloomberg

Les métriques associées à la crise sanitaire du Coronavirus repoussent clairement les extrêmes des crises précédentes, notamment en terme de rapidité, démontrée par la notion de **Perte Journalière** du tableau ci-dessus. **Cette exagération nous conforte dans l'idée que, bien que l'ensemble des conséquences économiques restent encore incertaines, l'hémorragie constatée ces dernières semaines sur les marchés intègre d'ores et déjà une majeure partie de ces dernières, si ce n'est plus.**

FOCUS ALLOCATION : COURT TERME CONTRE LONG TERME

La tempête actuelle que les marchés financiers connaissent a peu d'équivalent d'historique. Seules les grandes crises (1929, 1987 et 2008) peuvent être comparées à ce que nous vivons depuis quelques semaines... Le **krach actuel se singularise de plus par le caractère exogène du catalyseur de cette baisse : le Coronavirus**. Cette incapacité pour les investisseurs à évaluer avec la grille de lecture financière habituelle le risque explique certainement la violence de la baisse. En effet, les investisseurs modernes n'ont jamais eu à faire face à une pandémie touchant si significativement les principales économies. De plus, l'aspect mondialisé de l'économie complexifie encore la situation. Dans une logique de protection, les investisseurs vendent aujourd'hui les actifs risqués à n'importe quel prix.

En quelques semaines, le scénario très rose du début d'année a laissé place à une vision apocalyptique pour les prochains mois à venir... De notre point de vue, on ne peut négliger le risque d'une crise économique majeure car les marchés ont cette capacité d'« autoréalisation » d'un scénario. Ce principe a d'ailleurs été formalisé par Georges Soros avec son concept de réflexivité dans son livre « L'alchimiste de la finance ». **Le scénario en place aujourd'hui est le suivant : la croissance des pays touchée par le Coronavirus va ralentir, les investisseurs anticipant ce mouvement vendent les actifs risqués (en particulier les obligations d'entreprises), les entreprises ne peuvent plus se financer, la crise économique s'amplifie du fait de faillites, les investisseurs sont encore plus prudents...** Un ralentissement temporaire tout à fait gérable se transforme ainsi en crise économique majeure.

Afin de briser ce cercle vicieux dans lequel les marchés ont aujourd'hui sombré, il existe **plusieurs solutions** :

- **L'injection de liquidité par les banques centrales**, arme utilisée depuis la crise de 2008. Les politiques monétaires pour-

raient ainsi permettre aux entreprises de tenir le temps que l'activité s'améliore. Les banques centrales sont aujourd'hui à la manœuvre avec un succès très relatif.

- Les **relances budgétaires** peuvent également soutenir les entreprises et les banques en mettant en place des plans ciblés. Cette possibilité a été aujourd'hui peu utilisée, hormis en Chine. Pour qu'elle soit efficace, il faut que cela soit fait rapidement... Les autorités américaines et européennes semblent travailler dans ce sens depuis quelques jours...
- La **valorisation des actifs** peut également servir de force de rappel. En effet, les marchés amplifiant souvent les mouvements, il arrive toujours un moment où la valorisation réelle des actifs ne semble plus refléter la réalité. Toutefois, cet écart peut durer longtemps avant de se résorber...
- De manière spécifique à cette crise, il y a également la question du Coronavirus. On ne peut exclure des **annonces positives du côté sanitaire** : baisse du nombre de cas, médicamenteusement pour traiter la maladie, avancée concernant un vaccin...

En termes d'allocation, **notre seule certitude à court terme est que la volatilité des marchés va se maintenir à un niveau élevé.**

Au vu des annonces des banques centrales et de la forte baisse des actifs, nous considérons qu'il est aujourd'hui trop tard pour vendre... Toutefois, il faudra attendre des annonces de relances budgétaires plus importantes et une inversion de la courbe de nouveaux cas (en Europe en particulier) pour augmenter le risque de son portefeuille.

Dans cette logique, nous avons donc décidé de maintenir **notre allocation stratégique identique au mois précédent.**

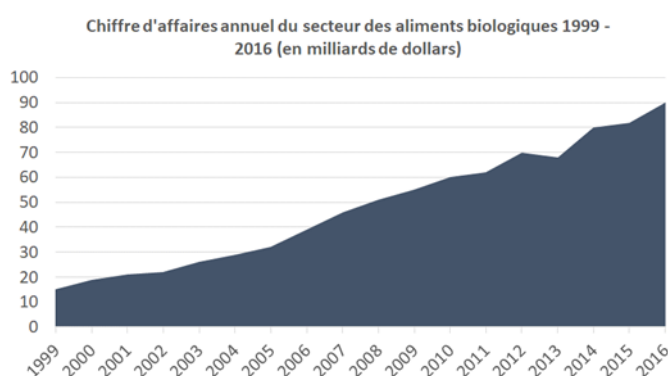
| Classes d'actifs | Négatif | Neutre | Positif | |
|----------------------------------|----------------|---------------|----------------|--------------------------------------|
| Actions | | = | | |
| Taux | | -/= | | |
| Monétaire | | = | | |
| Actions | Négatif | Neutre | Positif | Stratégies privilégiées |
| Etats-Unis | | =/+ | | Grandes capitalisations |
| Europe | | = | | Grandes capitalisations; Thématiques |
| Japon | | = | | |
| Emergents | | =/+ | | Asie; Small et Mid cap EM |
| Obligations d'Etat | Négatif | Neutre | Positif | Stratégies privilégiées |
| Pays Core | - | | | Etats-Unis |
| Pays périphériques | | | + | Grèce; Italie |
| Emergents Local | | =/+ | | |
| Emergents Hard | | = | | |
| Obligations d'entreprises | Négatif | Neutre | Positif | Stratégies privilégiées |
| Investment Grade | - | | | |
| High Yield | | =/+ | | Short duration |
| Subordonnée | | | + | Privilégier les "legacy" |
| Emergents | | | + | Profil HY |
| Diversification | Négatif | Neutre | Positif | Stratégies privilégiées |
| Convertibles | | = | | |
| Perf absolue | | | + | Multi Stratégies; Event Driven |
| Devises | Négatif | Neutre | Positif | Stratégies privilégiées |
| USD vs EUR | | = | | |
| JPY vs EUR | | = | | |
| Autres G10 vs EUR | | = | | |
| EM vs EUR | | = | | |

FOCUS ISR : NUTRITION

L'évolution des habitudes de consommation alimentaire vers des produits plus naturels et plus sains est très nette ces dernières décennies. **Le marché des aliments biologiques est ainsi passé de 15 Mds de dollars environ en 1999 à près de 90 Mds de dollars en 2016**, une croissance de près de 10% par an, deux fois plus rapide que celle de l'agroalimentaire dans son ensemble.

Parallèlement la consommation d'édulcorants diminue depuis le début des années 2000 y compris aux États-Unis, pays pourtant peu réputé pour l'équilibre de ses habitudes alimentaires.

Les différentes études réalisées par des cabinets spécialisés montrent que **ces tendances, notamment le rythme de croissance de la demande pour les aliments biologiques, devraient perdurer à minima durant les 5 à 10 ans qui viennent.**



Source : SANSO IS, Statista

Les grandes sociétés agroalimentaires comme les groupes de Private Equity ou les acteurs de la distribution l'ont très bien compris et ont procédé à de nombreuses acquisitions de spécialistes de la production ou de la distribution d'aliments biologiques ces dernières années.

Certaines ont marqué les esprits comme **le rachat de la chaîne de magasins nord-américaine Whole Food Market par Amazon en 2017** ou **l'acquisition du géant américain du lait bio et végétal WhiteWave par Danone en 2016.**

D'autres comme le rachat d'Annie's par General Mills ou celui du néerlandais Wessanen, propriétaire de l'emblématique marque Bjorg, par le fonds d'investissement PAI Partners ont été moins médiatisés.

Le nombre de sociétés spécialisées dans l'alimentation biologique cotées en bourse s'est donc significativement réduit ces dernières années et les parcours boursiers de certaines comme United Natural Food ou Sprouts Farmer Market laissent penser que ce ne sont pas forcément de très bons candidats à l'investissement.

De ce fait le poids de cette thématique dans notre fonds Sanso Megatrends est de 3.7% seulement et les investissements des gérants sous-jacents sont plutôt concentrés sur d'autres segments comme celui des **ingrédients naturels** et avec une qualité nutritionnelle élevée.

Cette activité est attractive dans la mesure où beaucoup de groupes agroalimentaires revoient leurs offres pour répondre aux attentes des consommateurs de produits moins riches en sucre, graisse, sel et additifs chimiques mais tout aussi savoureux.

Des sociétés comme le britannique Kerry Group ou le danois Chr. Hansen, qui produit notamment des colorants naturels, des enzymes alimentaires et des probiotiques, et qui a enregistré **une croissance de son chiffre d'affaires de 9% par an ces 5 dernières années**, sont tout à fait représentatives de ce segment.

Par ailleurs, les sociétés spécialisées dans **l'élevage de saumon ou les produits de la mer** comme Leroy Seafood peuvent également constituer des options d'investissement intéressantes. Même si la qualité de ces produits peut encore être améliorée, il s'agit d'une source de protéines dont l'impact environnemental est nettement inférieur à celui de la viande.

Rédigée le 18 mars 2020 *

Performances économiques et boursières d'une sélection de sociétés actives dans la nutrition

| Société / indice | Métier | 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 |
|------------------|---|--|--|--|
| Kerry Group | Ingrédients alimentaires naturels | 4,7% | 6,4% | 14,3% |
| Christian Hansen | Ingrédients alimentaires naturels et probiotiques | 9,0% | 12,7% | 14,1% |
| Leroy Seafood | Elevage de saumons | 10,2% | 9,7% | 16,4% |
| S&P 500 | - | 4,0% | 6,7% | 9,4% |

Source : Bloomberg, données en devises locales

* Certains sujets traités ont pu connaître de nouveaux développements depuis la rédaction de cette lettre.

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 520 359 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.