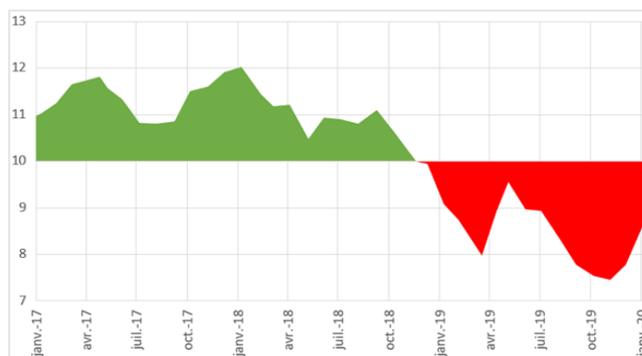


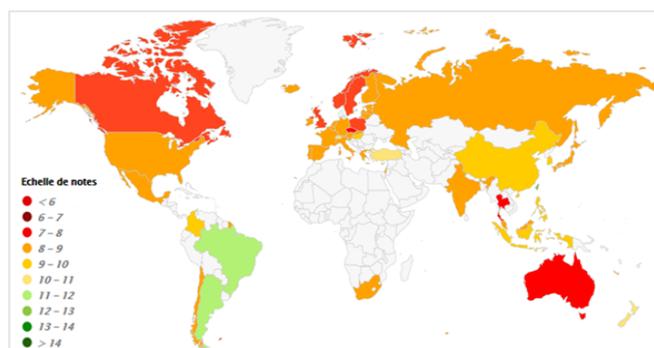
FOCUS MACRO : LE RISQUE DE RECESSION S'ÉLOIGNE...

Les indicateurs avancés, en particulier le PMI global composite, s'améliorent depuis quelques mois. Nous constatons cette amélioration dans notre **modèle Sanso Macro Screening (SMS)**¹. Elle passe ainsi de 7,8 en décembre à 8,7 en janvier. Ce mouvement s'explique principalement par la hausse des facteurs « indicateurs avancés » et « politique monétaire ». Notre scénario économique pour 2020 (croissance mondiale modérée) semble donc progressivement se confirmer. Ce scénario sera néanmoins pleinement validé une fois que la note passera de nouveau au-dessus de 10.



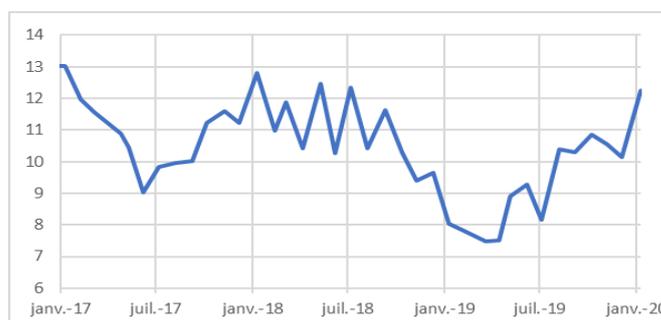
Source : SANSO IS, Bloomberg

Parmi les pays suivis, la note est en progression dans 65% des cas. Ce sont les États-Unis qui connaissent la plus forte progression sur le mois. Sa note passe ainsi de 6 à 8,8. La couleur rouge (note inférieure à 8) ne concerne plus que quelques pays (Thaïlande, Australie Canada...). De plus, **les notes des quatre principales économies (États-Unis, Chine, Zone Euro et Japon) sont au-dessus de 8...** Il faut remonter à octobre 2018 pour retrouver une situation similaire !



Source : SANSO IS, Bloomberg

Taiwan affiche la meilleure note (12,3) parmi les 32 pays. Depuis le mois de mars 2018, aucun pays asiatique n'avait été en tête du classement. Ce constat s'explique en partie par la guerre commerciale qui a directement impacté les économies des pays asiatiques. Le rebond de Taiwan est à ce niveau plutôt rassurant pour l'économie mondiale. De plus, cette tendance positive se retrouve pour d'autres pays asiatiques comme la Corée du Sud ou Singapour.



Source : SANSO IS, Bloomberg

Dans ce contexte, nous donnons une **probabilité forte (80%) à un scénario de croissance mondiale modérée.** À l'inverse, la probabilité que l'économie mondiale rentre prochainement dans une phase de ralentissement marquée nous semble faible (15%) tout comme le retour d'une croissance mondiale soutenue (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 MARCHÉ : DÉJÀ BEAUCOUP DE BONNES NOUVELLES DANS LES PRIX

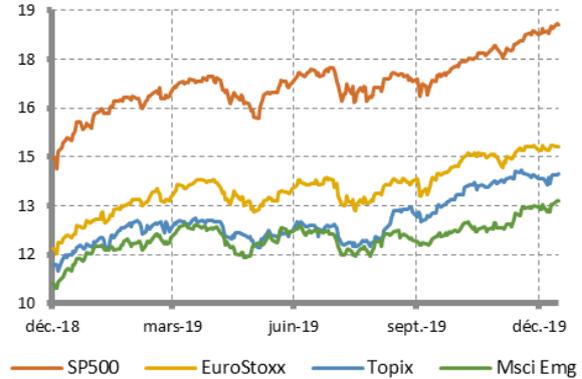
À l'exception des États-Unis, les révisions à la baisse des perspectives bénéficiaires des différents marchés actions, couplée à leurs fortes performances sur cette année 2019, conduisent à un **renchérissement significatif de leur valorisation, qui finissent sur des niveaux historiquement élevés**. Même lors de la hausse du dernier trimestre, les dynamiques bénéficiaires progressent toujours moins rapidement que les prix !

Dynamiques Bénéficiaires



Source : SANSO IS, Bloomberg

Ratio Cours / Bénéfices (PER) à Horizon 12 mois

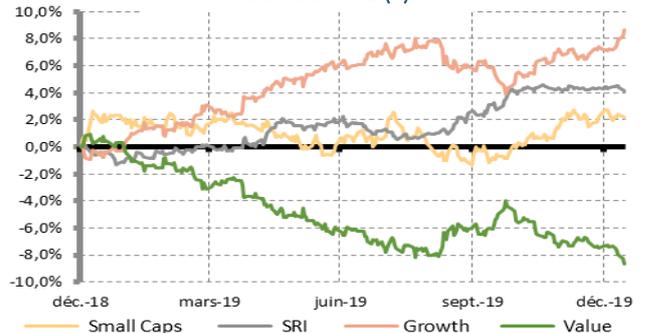


Source : SANSO IS, Bloomberg

Au niveau des styles, la rotation initiée début septembre sur les styles Value et Growth, annoncée comme le retour tant attendu de la Value, est finalement totalement effacée en fin d'année. **Un mouvement qui, bien que ne nous confortant pas sur un retour durable de la Value, nous pousse à ne plus être positionnés comme anti-value.**

Le style d'Investissement Socialement Responsable délivre une surperformance stable tout au long de l'année.

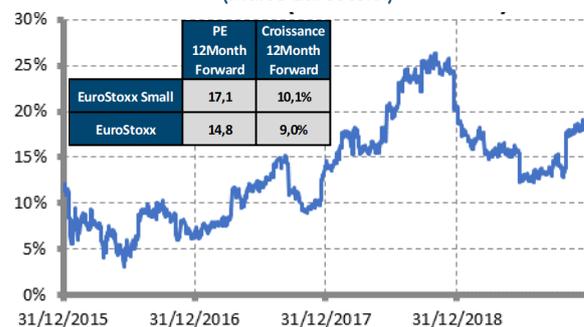
Surperformances des indices de styles en relatif au MSCI EMU (€)



Source : SANSO, Bloomberg

Nous assistons également à une reprise des valeurs à petites capitalisations sur le dernier trimestre, avec une surcote par rapport au marché qui remonte légèrement, mais un différentiel de croissance attendue relativement faible. **Cela nous conduit à douter d'une surperformance forte et durable des valeurs à petites capitalisations à court terme.**

Évolution des la SurCote des Small Cap en EuroZone (Indice EuroStoxx)



Source : SANSO IS, Bloomberg

La saison des bénéfices du dernier trimestre de 2019 démarre avec des attentes de croissance proches de celles de l'année précédente pour les États-Unis, avec -2% anticipée, comme pour l'Europe où une hausse de 2.5% est espérée. Au sein des deux zones, une contribution largement négative est attendue de la part du secteur pétrolier. **Pour toute l'année 2020 en revanche, c'est une hausse de 9.5% de croissances des bénéfices qui est attendue sur le SP500.**

Coté crédit, les spreads de crédits sur l'Investment Grade se sont fortement resserrés sur l'année 2019, et malgré un contexte de stabilité des taux bas, le potentiel de resserrement paraît désormais limité pour l'année à venir. **Les stratégies de portage seront donc à privilégier pour 2020.**

FOCUS ALLOCATION : 2020 UNE ANNÉE D'ALPHA PLUS QUE DE BETA

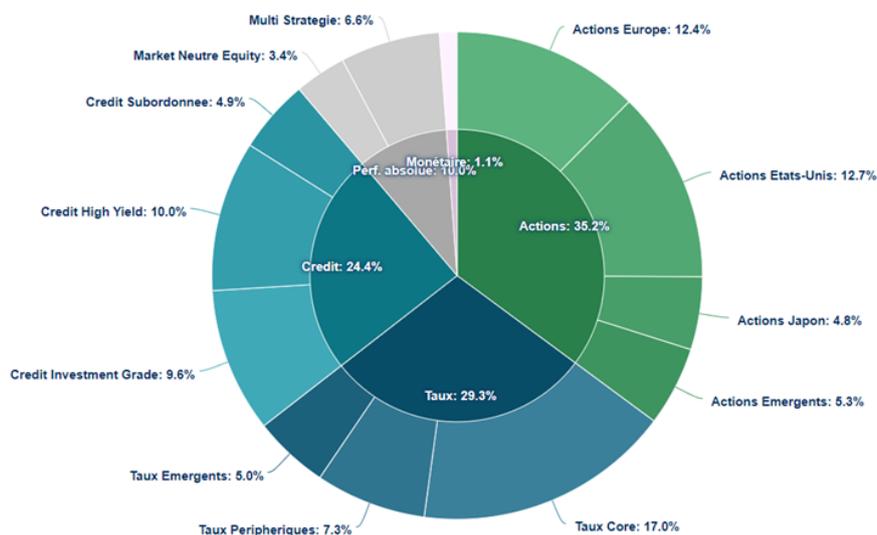
L'amélioration économique étant déjà en grande partie intégrée dans les cours comme le montre le niveau de valorisation des marchés actions ou les spreads de crédit, ce facteur ne sera pas un puissant pour les actions. Dans le même temps, la période des taux souverains très (trop ?) bas est passée... Les banques centrales, partout dans le monde, ont déjà baissé leur taux en 2019 et certaines d'entre elles (FED et BCE en tête) ont même relancé des programmes d'achats d'actifs.

Dans ce contexte, trois facteurs principaux seront à suivre : la croissance des bénéficiaires des actions, l'évolution de l'inflation et l'élection américaine. Concernant le premier, les attentes des investisseurs sont élevées (10% en moyenne) ... au vu des valorisations, il ne faudra donc pas décevoir. L'inflation, véritable serpent de mer des dix dernières années, pourrait devenir de nouveau un sujet, en particulier si le risque géopolitique (Moyen-Orient) fait un retour durable sur la scène internationale. L'élection américaine, dans le cas d'une victoire aux primaires démocrates de Bernie Sanders ou Elizabeth Warren, devrait générer de la volatilité.

En termes d'allocation, une **position neutre sur les actions** est adaptée avec une préférence géographique sur les États-Unis et les émergents. Au niveau obligataire, il faudra **se focaliser sur des segments spécifiques plutôt que des grandes classes d'actifs**. Il reste ainsi de la valeur sur la dette grecque, les subordonnées financières ou encore les obligations d'entreprises « high yield ». À l'inverse, les obligations souveraines des pays « core » ou le crédit « investment grade », du fait de taux très bas, ne sont pas attractives. Au niveau des devises, nos convictions sont faibles... même si le yen et le dollar gardent de l'intérêt dans une logique de construction de 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	-			Point mort d'inflation; Etats-Unis
Pays périphériques			+	Grèce
Emergents Local		=/+		
Emergents Hard		=		
Obligations d'entreprises	Négatif	Neutre	Positif	Stratégies privilégiées
Investment Grade	-			
High Yield		=/+		Short duration
Subordonnée			+	Privilégier les "legacy"
Emergents		=/+		
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		=		

Cette allocation se retrouve implémenté dans le fonds **Sanso Convictions**. Le portefeuille est ainsi construit pour répondre à une **philosophie « tout terrain »** avec une prise en compte systématique, dans son processus d'investissement, de critères extra financiers.



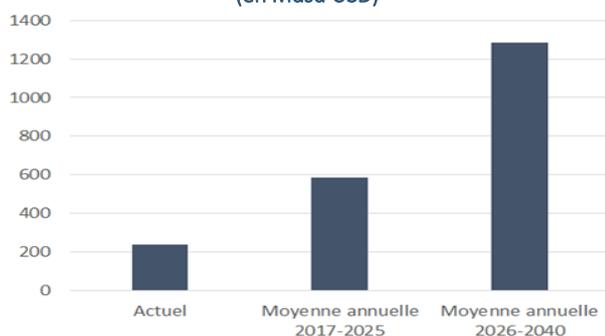
FOCUS ISR : EFFICACITE ENERGETIQUE

Pour faire basculer les émissions de CO2 de leur niveau actuel vers un niveau compatible avec un réchauffement climatique de l'ordre de 1.5°C le développement des énergies renouvelables ne sera pas suffisant. **Il est également essentiel de développer les technologies permettant de réduire notre consommation d'énergie tout en conservant notre mode de vie actuel, mécanisme que l'on appelle l'efficacité énergétique.**

Entre 2000 et 2017 ce sont plus de 230 Mds de dollars qui ont été investis chaque année dans des mesures d'efficacité énergétique avec des effets considérables. L'équivalent d'une année d'émissions de gaz à effet de serre a pu être évité grâce à ces investissements. Pourtant, pour atteindre l'objectif de l'Accord de Paris sur le Climat, **ces investissements devront être multipliés par plus de cinq sur la période 2026 – 2040, c'est-à-dire atteindre près de 1 300 Mds de dollars par an.**

Au-delà de l'intérêt du point de vue environnemental, cela implique le développement très rapide d'un certain nombre de secteurs et donc des opportunités d'investissements à examiner.

Évolution des dépenses d'efficacité énergétique dans le scénario « efficient world » de l'Agence Internationale de l'Énergie (en Mdsd'USD)



Source : SANSO IS, Bloomberg

Aujourd'hui la demande en énergie au niveau mondial provient de trois principaux segments : les logements, les transports et enfin les activités industrielles et de services qui représentent près de la moitié de la demande totale. Des économies d'énergies considérables ont été réalisées sur chacun de ces trois segments entre 2000 et 2017 mais le potentiel demeure important.

Dans le domaine du bâtiment le choix des matériaux de construction : l'isolation, la ventilation, les appareils électroménagers ou encore l'éclairage constituent de multiples sources de potentielles économies d'énergie. Kingspan, spécialiste irlandais des matériaux de construction, est l'un des bénéficiaires de cette tendance. La croissance de son chiffre d'affaires dépasse ainsi les 20% par an sur les cinq dernières années.

De substantielles économies d'énergies peuvent également être réalisées **dans le domaine industriel**, notamment au travers de la **modernisation de sites de production et des infrastructures électriques mais aussi via une meilleure gestion des data centers et la prise en compte de considérations environnementales lors de la conception des produits** grâce aux logiciels intégrant des fonctionnalités d'éco design comme ceux de Dassault Systèmes ou de son concurrent américain Ansys.

Dans le domaine des transports, l'allègement des véhicules et l'optimisation des moteurs ont permis des économies d'énergie considérables ces vingt dernières années, notamment dans le transport aérien. Cependant, c'est désormais **l'électrification de la flotte automobile qui va permettre de réduire la demande en énergie du secteur.** En effet, un véhicule électrique parcourt une distance 3 à 4 fois supérieure à celle parcourue par un véhicule à essence avec la même quantité d'énergie. Le passage aux véhicules électriques bénéficie à des sociétés comme ON Semiconductor dont les produits en sont une composante essentielle. La thématique de l'efficacité énergétique représente actuellement 14% de l'actif de Sanso Megatrends.

Rédigée le 20 janvier 2020 *

Performances économiques et boursières d'une sélection de sociétés actives dans l'efficacité énergétique

Société / indice	Métier	Croissance annualisée du Chiffre d'Affaires sur 5 ans	Croissance annualisée des bénéfices sur 5 ans	Croissance annualisée cours de bourse sur 5 ans
Kingspan	Isolation de bâtiments	23,3%	31,6%	30,5%
Ansys	Logiciels de conception	9,9%	18,2%	25,7%
ON Semiconductors	Semi conducteurs de puissance	11,7%	34,7%	19,2%
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^{IS}
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.