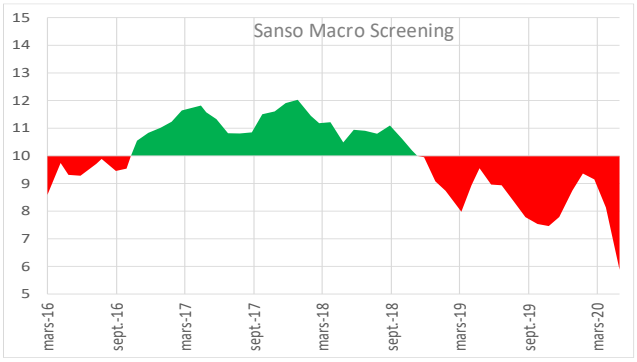
Stratégie d'investissement by SANSO IS

INVESTMENT SOLUTIONS

MAI 2020

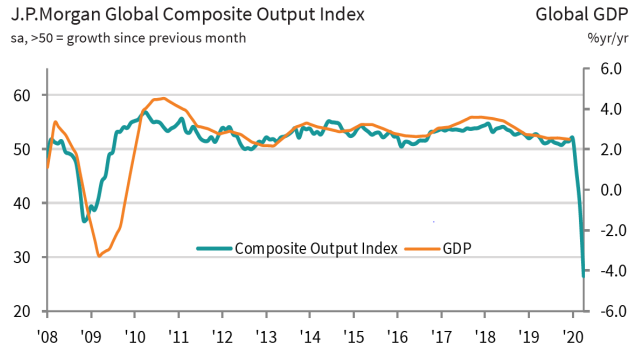
FOCUS MACRO : L'ECONOMIE MONDIALE EN CHUTE LIBRE

Toutes les données économiques publiées durant le mois confirment un arrêt brutal de l'activité mondiale. Le décrochage qui était visible dans les indicateurs avancés se retrouve aujourd'hui dans les données d'activités réelles comme les ventes de voitures ou la production industrielle. Dans ce contexte, **la note globale du modèle Sanso Macro Screening (SMS)[1] décroche de 8,1 en avril à 5,9 en mai.** Il est certain que l'économie mondiale va connaitre en 2020 une récession historique… le principal enjeu pour les investisseurs est actuellement d'estimer la durée de celle-ci ainsi que la force du rebond qui suivra dans un second temps.



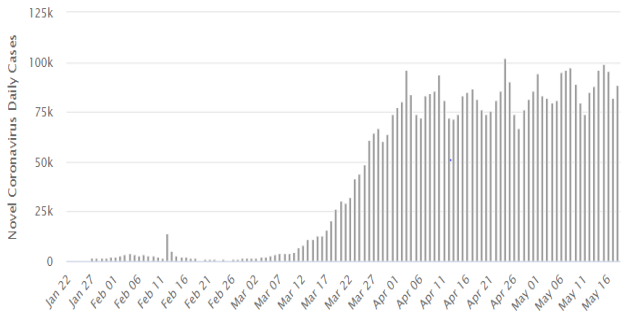
Source : SANSO IS, Bloomberg

Le principal indicateur disponible pour répondre à cette question est de notre point de vue le « Purchasing Manager Index » (PMI). Ce sondage réalisé auprès des directeurs d'achats permet d'anticiper l'évolution à venir de l'économie. Il est réalisé de plus dans une cinquantaine de pays. **Le PMI global composite publié pour le mois d'avril affiche un niveau historiquement bas (26,5).** Nous anticipons pour le prochain mois un rebond de cet indicateur permettant d'envisager pour le deuxième semestre 2020 une reprise de l'activité mondiale.



Source : JP Morgan; Markit

Concernant le coronavirus, les nouvelles sont globalement positives. En effet, la deuxième vague semble aujourd'hui sous contrôle en Chine et le déconfinement en cours en Europe se passe plutôt bien. Au niveau des traitements ou d'un éventuel vaccin, des avancées ont lieu même si elles restent pour l'instant en phase de recherche. Toutefois, le nombre de nouveaux cas par jour au niveau mondial ne baisse pas du fait de certains pays émergents (Brésil, Russie…) qui sont aujourd'hui dans la même situation que l'Europe il y a quelques semaines.



Source : Worldometers

Le scénario négatif (probabilité de 30%) correspondant à une deuxième vague qui empêcherait un rebond durable de l'économie nous semble de moins en moins probable. Notre scénario principal (probabilité de 70%) reste donc une reprise progressive de l'activité mondiale. Cette hausse devrait se retrouver dans les données économiques au cours du second semestre. Nous excluons aujourd'hui un scénario de reprise forte et rapide (probabilité de 0%).

[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 : VALORISATIONS EXCESSIVES ET DISPARATES

Lors de notre point marché du mois dernier, nous insistions sur le fait que les multiples de valorisations étaient revenus sur leur point d'avant correction dû à un effet ciseau « reprise des marchés/baisses des perspectives bénéficiaires ». Bien loin de se stabiliser, cet effet s'est amplifié sur les quatre dernières semaines, si bien que le ratio prix/bénéfices du SP500, indice phare du marché américain, retrouve des niveaux que nous n'avions pas vu depuis près de 20 ans.
Ce n'est que depuis quelques jours, avec l'instauration d'un déconfinement progressif des états, et l'émergence d'inquiétudes sur un redémarrage de la propagation de l'épidémie, qu'un retour à la normalité semble s'opérer.

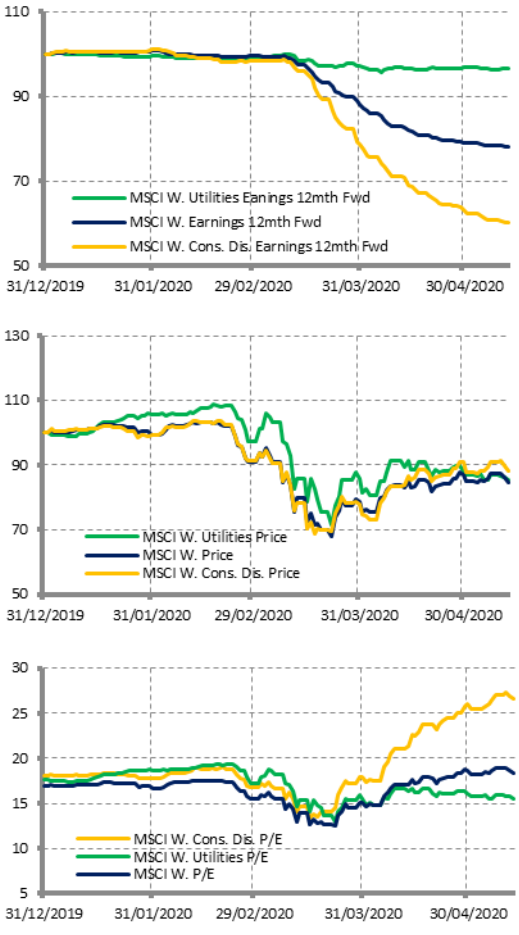
Tant que de bonnes nouvelles n'émergeront pas du côté des chiffres d'affaires des entreprises, il nous parait peu probable que l'on puisse retourner à court terme sur des niveaux de marchés supérieurs aux points hauts de ces dernières semaines.

Price & Earnings (12Mth Forward)

Source : SANSO IS, Bloomberg

Price/Earning Ratio Historique SP500

Source : SANSO IS, Bloomberg



Source : SANSO IS, Bloomberg

En ce qui concerne les valorisations des différents secteurs, et hormis le secteur de l'Energie, qui fait face à de fortes révisions à la baisse de ses perspectives bénéficiaires compte tenu de la baisse du pétrole, deux secteurs se distinguent des autres :

La consommation discrétionnaire, impactée par l'arrêt total des dépenses secondaires dans cette période de confinement, affiche des perspectives bénéficiaires en forte baisse sur la période, mais baisse nettement moins que le reste du marché, ce qui entraîne une augmentation significative de ses multiples de valorisations.

À contrario, les services de collectivités, d'autant plus essentiels lorsque le monde entier se retrouve contraint à rester chez soi, subit avec équivalence la baisse des marchés, et ce, malgré un impact sur les bénéfices futurs des entreprises du secteur potentiellement moins important.

Une telle revalorisation contre-intuitive de la consommation discrétionnaire peut s'expliquer en partie par le comportement de certaines « Blue Chips » la composant, qui se retrouve positive depuis le début de l'année. C'est le cas d'Amazon (+20% YTD), dont le P/E de 55 pré-crise, chute à 40 au point bas de marché, puis remonte à 75 aujourd'hui. Également le cas pour Ebay (+15% YTD - P/E : 12 ↘ 8 ↗14) et Tesla (+90% YTD - P/E :120 ↘ 53 ↗ 240). De tels exemples nous montrent que la gravité économique de cette crise sanitaire ne transparait pas uniformément dans les prix.

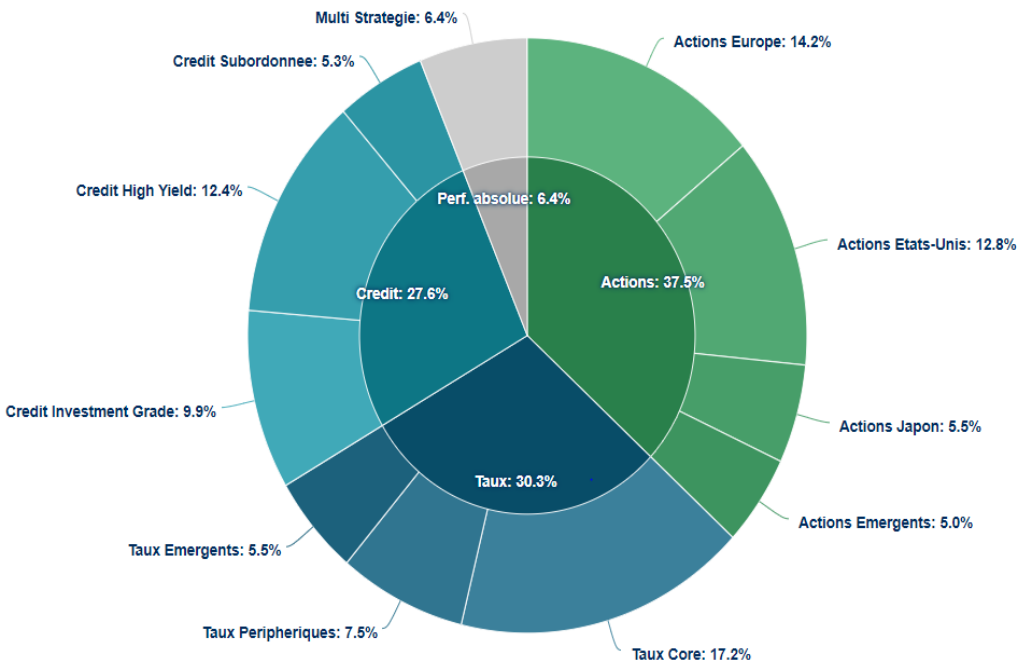
FOCUS ALLOCATION : LE PIRE N'EST PAS LE PLUS PROBABLE

La crise de 2020 affiche un profil atypique par rapport à celles apparues au cours des dernières décennies. En 2001 et 2008, les corrections se caractérisèrent bien entendu par des baisses violentes mais aussi par des durées significatives. Si la crise de 2020 a clairement validé le critère « violence du mouvement », elle ne semble pas à l'heure actuelle se caractériser par une longueur significative. Les deux dernières crises ont certainement duré car elles avaient pour origine des excès financiers (la bulle technologique en 2001 et la bulle immobilière en 2008). **À l'inverse, la crise de 2020 s'explique par un facteur exogène (le coronavirus). En ce sens, il est plus pertinent d'étudier le comportement historique des marchés financiers durant des événements climatiques (tremblement de terre…) ou géopolitiques (guerre…).** Généralement, la baisse est violente mais relativement courte… avant un rebond durable des actifs financiers. La crise de 2020 ne peut néanmoins pas être parfaitement transposée à ce modèle car ces crises se caractérisent également par des investissements importants (reconstruction ou effort de guerres) que nous ne retrouvons pas dans la situation actuelle.

Au niveau de notre allocation stratégique, nous restons neutres sur les actions. Le contexte favorable (liquidité abondante, taux durablement bas, positionnement des investisseurs…) est compensé par le niveau de valorisation élevé et des résultats décevants à venir. Concernant les obligations souveraines, les banques centrales des pays développés sont engagées dans des « quantitative easing » qui devraient limiter la hausse des taux. Nous passons donc neutre sur les obligations des pays « core » avec une préférence pour les États-Unis et les indexées sur l'inflation. Au niveau du crédit, notre analyse devient négative sur les obligations d'entreprises émergentes du fait de la dégradation sanitaire actuelle dans certaines zones (Amérique du sud en particulier) et de l'incapacité des banques centrales émergentes à acheter ce type d'obligation. Concernant les devises, les niveaux actuels ne justifient 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			+	Priviligier 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 : ENERGIES RENOUVELABLES

Souvent décrites comme dépendantes des subventions et peu efficaces, les énergies renouvelables sont en réalité devenues en quelques années le moyen le moins cher de produire de l'électricité dans de nombreuses régions.

En effet, aux États-Unis **le coût moyen de production d'un Mégawattheure d'électricité à partir de panneaux solaires a baissé de 89% en 10 ans**, passant de 359 dollars en 2009 à 40 dollars en 2019.

Il en va de même pour l'énergie éolienne dont le coût de production d'un Mégawattheure a reculé de 70% pour s'établir à 41 dollars, ces données fournies par Lazard ne tenant pas compte d'éventuelles subventions. **Ces deux énergies sont donc désormais en concurrence directe avec le gaz naturel dont le coût moyen est de l'ordre de 56 dollars en 2019**.

Des progrès techniques importants en termes d'efficacité de ces équipements, des économies d'échelles et une compétition accrue entre producteurs ont contribué à ces baisses spectaculaires. Les énergies renouvelables permettent en outre de bénéficier d'une forte visibilité sur les coûts de production futurs contrairement aux énergies fossiles dont le prix est soumis aux fluctuations de marché.

Bien sûr le mix énergétique va rester encore très longtemps diversifié entre énergies renouvelables et énergies fossiles mais **l'intérêt des consommateurs qui souhaitent avoir accès à une électricité à bas prix se trouve désormais aligné avec les enjeux climatiques de réduction des émissions de gaz à effet de serre**.

De ce fait **tous les experts de l'énergie prévoient une poursuite du fort développement des énergies renouvelables pour les décennies à venir** et ce quel que soit le degré d'engagement des politiques dans la lutte contre le réchauffement climatique.

Ainsi l'Agence Internationale de l'Energie estime que la **croissance des capacités de production d'électricité à partir de ressources renouvelables sera de 4.5% par an d'ici 2040** si les engagements actuels sont appliqués.

Cette croissance passe à **6.3% par an si les gouvernants renforcent leurs engagements** pour limiter le réchauffement climatique à un niveau compris entre 1.5° et 2°.

Ces taux de croissance sont nettement supérieurs à ceux prévus pour la demande en gaz naturel qui s'établissent entre 0% et 1.6% dans les différents scénarios.

En conséquence, si dans le passé la thématique des énergies renouvelables a parfois déçu les investisseurs en raison de la forte pression sur les marges des producteurs d'équipements, de l'instabilité du cadre politique et de sa corrélation avec le pétrole, elle semble désormais beaucoup plus attractive.

En effet **la croissance est toujours présente mais elle est désormais beaucoup moins dépendante des subventions**, les prix et les marges connaissent des variations plus faibles puisque ces technologies sont compétitives et enfin la communauté des investisseurs a assimilé le fait que le pétrole n'est que marginalement en concurrence avec les énergies renouvelables.

De ce fait des opportunités peuvent être identifiées sur différents segments de la chaine de valeur. Dans le solaire une société comme **Solaredge**, spécialisée dans la production d'onduleurs qui permettent de convertir le courant continu produit par les panneaux en courant alternatif, **jouit d'une concurrence relativement faible**.

Le marché des **producteurs de turbines éoliennes** s'est, lui, significativement concentré ce qui bénéficie aux leaders de ce segment comme le danois **Vestas**.

Enfin de nombreux producteurs d'électricité indépendants comme le canadien **Northland Power** se convertissent progressivement aux énergies renouvelables ce qui renforce leur potentiel de développement, la production d'énergie devenant plus décentralisée. De ce fait cette thématique représente actuellement **5.2% du portefeuille de Sanso Megatrends**.

Lettre rédigée le 19 mai 2020

Performances économiques et boursières d'une sélection de sociétés actives dans les énergies renouvelables

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
Solaredge	Equipements pour panneaux solaires	34,4%	66,2%	35,5%
Vestas Wind Systems	Fabrication de turbines éoliennes	11,9%	17,2%	24,3%
Northland Power	Production d'électricité à partir d'énergies renouvelables	16,9%	10,2%	12,2%
S&P 500	-	4,0%	6,7%	9,4%

Source : Bloomberg, données en devises locales. Pour Solaredge données sur 4 ans, l'IPO ayant eu lieu en mars 2015

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.