



Normal, j'ai dit normal, comme c'est étrange... !

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	230,44	1,15%	-5,56%
S&P 500 \$	3 557,54	-0,77%	10,11%
Nasdaq Composite \$	11 854,97	0,22%	32,12%
Nikkei ¥	25 527,37	0,56%	7,91%
MSCI EM Net \$	583,35	1,76%	10,58%
China A Shares (CNY)	3 540,14	2,04%	10,77%
Euro / Dollar	1,1857	0,19%	5,74%
Gold \$	1 870,99	-0,96%	23,31%
Brent Oil \$	44,9600	5,10%	-26,14%
10 ans Allemand	-0,58%	-4 bps	-40 bps
30 ans Allemand	-0,18%	-5 bps	-53 bps

Terre! disions-nous récemment tout en soulignant qu'en attendant, la mer demeurerait agitée. Nous avons le sentiment que la terre se rapproche, même si les risques économiques demeurent et que les enjeux logistiques liés à la distribution des vaccins sont réels. D'où la **question de la « normalisation » de la situation, sur les plans économique, sanitaire et de marchés**. Sans parler, en tant que gérant quantitatif, des efforts permanents de normalisation des données... Les investisseurs espèrent une normalisation qui pourrait devenir une direction pour sortir de ce « drôle de drame ». Normal, vous avez dit normal ?

Normalisation économique

Nous avons souvent souligné la **différence entre le comportement de l'économie chinoise**, finalement peu affectée par la pandémie et tirée par l'offre, **et l'économie américaine** à l'inverse, plus affectée par la pandémie mais qui reste tirée par la demande grâce aux plans massifs de soutien de l'état fédéral et la banque centrale. Avec les chiffres d'octobre **on observe un rééquilibrage** dans les deux pays.

La production industrielle chinoise a retrouvé son dynamisme habituel et maintient sa progression à 6,9% sur un an en octobre comme en septembre, tandis que les ventes au détail poursuivent leur rétablissement affichant un gain 4,3%, un point de mieux que le mois précédent. A l'inverse, les ventes au détail américaines plafonnent, il faut dire qu'elles ont largement dépassé leur rythme normal de hausse affichant, hors restauration, + 8,8% en septembre et + 8,5% en octobre, tandis que la production industrielle, forte d'un gain de 1,1% sur le mois octobre, réduit son déclin annuel de - 6,7% à - 5,3%.

Les plans de soutien demeurent indispensables

Ce décalage entre une production à la traîne et une consommation dopée – lequel creuse un déficit commercial US qui profite aux pays partenaires (Chine, Allemagne) – illustre la dépendance de la croissance américaine aux aides publiques. Celles-ci doivent donc être renouvelées d'urgence pour éviter un trou d'air de l'activité fin 20 et début 21. La passation de pouvoirs, enfin amorcée entre l'équipe de Trump et celle de Biden ne saurait suffire, il faudra y adjoindre, sans attendre, **un nouveau plan de relance**. Sinon, en l'absence d'une hypothétique phase de d'épargne négative, seuls resteront

Indice	Niveau	Evolution		
		Semaine	2020	
10 ans US	0,82%	-7 bps	-109 bps	
30 ans US	1,52%	-13 bps	-87 bps	
10 ans Italie	0,63%	-3 bps	-78 bps	
Xover TR - Spread	282,08	-17 bps	75 bps	
Indices factoriels Fideas		Semaine	Mois	2020
EMU	1,42%	16,12%	-3,37%	
EMU Facteur Value	1,74%	19,49%	-9,87%	
EMU Facteur Growth	1,24%	13,26%	2,93%	
US	-0,78%	8,86%	11,30%	
US Facteur Value	0,16%	11,50%	-7,29%	
US Facteur Growth	-1,21%	7,70%	24,08%	

dynamiques des secteurs déjà en surchauffe, comme l'immobilier résidentiel ou la défense.

La zone euro a tout autant besoin de son plan de relance, car l'activité faiblit, à l'exception très notable de l'Allemagne. L'INSEE par exemple prévoit un recul trimestriel du PIB de 4,5% au T4. Le plan existe depuis l'été, mais, comme aux USA, il est prisonnier d'un désaccord politique, il est bloqué par la Pologne, la Hongrie et la Slovaquie, pourtant grands bénéficiaires des subsides européens.

La normalisation politique et sanitaire dope les marchés

Le **magnifique rallye bousiers mondial** est d'abord dû à l'arrivée prochaine des vaccins, qui font espérer que la vie économique et sociale reprendra dès l'an prochain un cours plus normal. A preuve les prix des matières premières augmentent : c'est vrai des produits industriels, soutenus par la demande ; des produits agricoles, où les inquiétudes sur les effets de la Nina dominant ; et sur l'énergie, le thermomètre de l'activité.

Les opérateurs tablent également sur **le soutien ininterrompu des banques centrales**, on n'en doute pas, sur **la normalisation de la situation politique** interne américaine, européenne, britannique, on y compte bien, et sur **la mise en place de nouveaux plans d'aide** publique, mais là on reste exposé à des risques de retards.

Normalisation des performances sectorielles et factorielles

La crise du Covid s'est caractérisée par **une reprise dite en "K"** sur les plans macro et micro économiques. **Les secteurs ont connu des performances divergentes**, les technologiques, secteur croissance s'il en est, tenant le haut du pavé, la consommation discrétionnaire, les banques, l'immobilier et l'énergie, autant de **secteurs dits « value »**, ayant sombré depuis mars. Les annonces concernant les vaccins ont commencé à rebattre les cartes, dans un contexte où les plans de relance aux Etats-Unis et en Europe pourraient jouer un rôle positif notamment sur ces secteurs délaissés.

**Les investisseurs, massivement sous-pondérés sur les secteurs « value », ont commencé à les racheter**. Cela faisait longtemps que ce facteur n'avait pas surperformé, surperformance de l'ordre de 6% en novembre (au 20/11) au sein des actions européennes.

En analysant le mouvement à travers le panier value que nous avons mis en place, il apparaît que les performances demeurent très diverses : énergie, banques, immobilier et télécoms évoluent d'un jour à l'autre dans des directions parfois opposées. **Au sein de chaque secteur, on peut même avoir des performances divergentes et très volatiles**, ce qui s'explique aisément pour des cours déprimés après des mois de forte baisse. La diversité de ces performances et la direction générale sont encourageants pour la value et illustrent un début de normalisation des valorisations entre secteurs et entre facteurs. Ce mouvement est rapide, la question demeure sur l'ampleur et la durée de ce rattrapage qui en relais d'un retour à la normale, peut bénéficier d'une relance « verte » donc de l'investissement en économies de carbone et en biens d'équipement en apportant. L'élection de J. Biden, surtout s'il gagnait le Sénat, mettrait les USA au diapason.

### A surveiller cette semaine

**Toujours les vaccins**, bien sûr, même si les grandes annonces sont derrière nous et que la vaccination de masse ne va pas débiter tout de suite. Elle pose des questions auxquelles il faudra être attentif, par exemple son caractère obligatoire. D'un point de vue du respect des droits individuels, laisser le vaccin facultatif quand on est capable de confiner à domicile semble incohérent. La cause en est peut-être l'incapacité à réaliser une vaccination obligatoire, car si elle est un devoir, elle devient un droit ! un peu de méfiance donc sur la rapidité à laquelle ces campagnes de vaccination rouvriront les économies, une par une, et libéreront la circulation

internationale, qui pourrait n'être ouverte qu'aux personnes vaccinées.

**Thanksgiving**, la première des fêtes de fin d'année, nous montrera sans doute que le maintien de la distanciation, ou a fortiori celle d'un confinement est simplement inenvisageable à cette période. Il faudrait pourtant éviter que les fêtes ne soient propices à une reprise de l'épidémie.

**Le changement d'administration aux Etats-Unis** est maintenant en marche. Cela pourrait aider à débloquer plusieurs dossiers politiques.

Celui du **plan d'aide économique au Congrès** d'abord, où quelques sénateurs se sentiront peut-être plus libres de déroger à la ligne dure fixée par l'ancien Président. Et, par effet de bande, **les positions des alliés de Trump pourraient évoluer**.

Boris Johnson sera peut-être moins rigide sur les lignes rouges du **Brexit**.

Toujours en Europe les trois pays qui bloquent le plan de relance et le budget pluriannuel de l'UE sont ceux qui se réjouissaient, un peu vite, de la réélection de Trump ; l'influence américaine y est forte, ces gouvernements pourraient recevoir des « conseils amicaux » de la nouvelle administration qui a tout à gagner à une Europe dynamique.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville  
et Dominique Barbet le 24/11/20 à 19h00*