



Le grand écart : aïe !

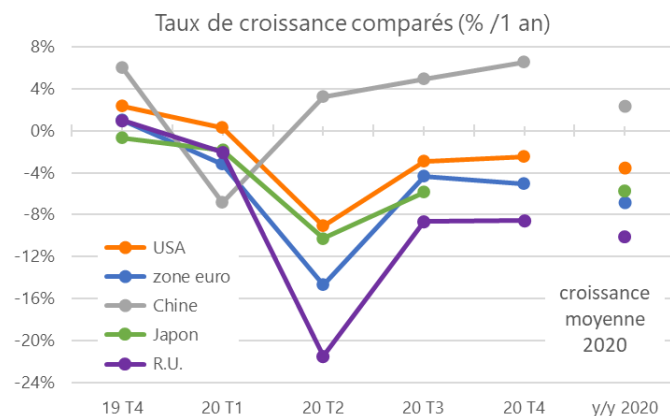
Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	234,13	-3,20%	-0,75%
S&P 500 \$	3 714,24	-3,31%	-1,11%
Nasdaq Composite \$	13 070,69	-3,49%	1,42%
Nikkei ¥	27 663,39	-3,38%	0,80%
MSCI EM Net \$	643,27	-4,46%	3,07%
China A Shares (CNY)	3 650,95	-3,43%	0,29%
Euro / Dollar	1,2136	-0,29%	-0,65%
Gold \$	1 847,65	-0,43%	-2,67%
Brent Oil \$	55,04	-0,38%	6,21%
10 ans Allemand	-0,52%	-1 bps	5 bps
30 ans Allemand	-0,08%	2 bps	8 bps

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,07%	-2 bps	15 bps
30 ans US	1,83%	-2 bps	18 bps
10 ans Italie	0,64%	-11 bps	10 bps
Xover TR - Spread	269,09	16 bps	62 bps
Indices factoriels Fideas	Semaine	Mois	31/12/2019
EMU	-2,99%	-1,22%	-1,90%
EMU Facteur Value	-3,08%	-1,68%	-9,24%
EMU Facteur Growth	-2,92%	-1,04%	5,17%
US	-3,31%	-1,09%	16,57%
US Facteur Value	-3,15%	-1,28%	-3,72%
US Facteur Growth	-3,52%	-1,16%	30,10%

Cette semaine, nous revenons sur des **tendances divergentes** aussi bien des divergences **de croissance entre zones économiques** que **de performances entre styles de gestion actions**, face à une situation qui s'est imposée à tous les pays et toutes les entreprises. En dépit d'un quatrième trimestre qui a en partie rebattu les cartes sur les marchés financiers, 2020 a montré un grand écart entre les pays et les entreprises qui ont su le faire, « **le grand écart** », et les autres que leur manque de souplesse a fortement handicapés.

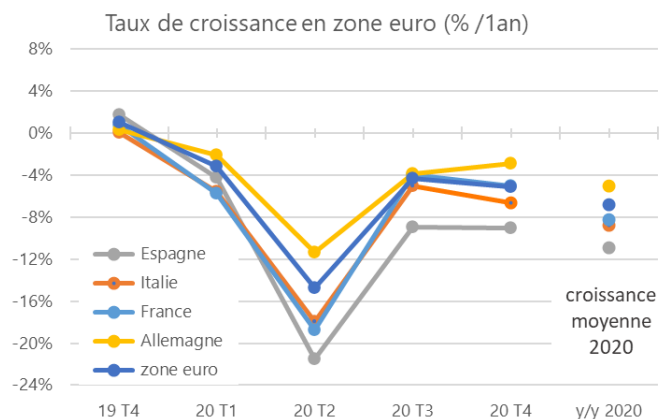
Les écarts se creusent

Les performances économiques ont beaucoup varié selon les pays en 2020, les chiffres de PIB du T4 montrent que c'était toujours le cas au dernier trimestre. On aurait pu espérer un certain rattrapage dans les zones économiques les plus affectées, mais dans l'ensemble ce n'est pas le cas. **Les pays les plus solides tout au long de 2020 demeurent plus forts au T4.** Parmi les pays à la traîne, les performances sont plus inégales, certains rattrapent un peu leur retard tandis que d'autres aggravent leur sous-performance.



Au sein des pays qui enregistrent une bonne croissance t/t au T4, on retrouve la Chine +2,6%, les Etats-Unis +1,0%, ou la Corée +1,1% et Taïwan +1,9%, des pays qui ont traversé la crise sans trop de dommages. Ces nations affichent respectivement une croissance moyenne honorable pour 2020 de +2,3%, -3,5% ou -1,0% et même **le record mondial pour Taïwan +3,0%**. Parmi les

pays en relative stagnation au T4 on retrouve aussi bien l'Allemagne +0,1% que la Suède +0,5% ou l'Espagne +0,4%, alors que les deux premiers affichent pour toute l'année 2020 -5,3% et -3,0%, contre plus du double, -11,0%, pour le dernier. Enfin, **dans beaucoup des pays qui ont tous déjà beaucoup souffert, le PIB subit à nouveau une assez forte contraction au T4** comme en France -1,3% t/t, en Italie -2,0% ou en Autriche -4,3%. Au niveau mondial, le creusement de ces écarts pourra souvent être compensé par des politiques monétaires différentes ou des variations des parités de change. Mais, évidemment, ce ne sera pas le cas pour les pays de la zone euro, d'où l'importance d'une politique budgétaire active au niveau de l'ensemble de l'union monétaire.



Pourtant, **les bourses nationales n'ont guère reflété ces écarts de performances l'an dernier.** Et les mouvements de ce début d'année demeurent assez homogènes au regard des performances économiques réelles comme des anticipations telles qu'elles apparaissent dans les enquêtes. Cela tient à trois facteurs : primo, **la mondialisation** des économies et des entreprises, deusio, **les différences sectorielles** (nous avons parlé la semaine dernière de l'industrie vs. les services), et, tertio, de **la typologie des actions** cotées. Cette dernière a largement favorisé le Nasdaq en 2020, mais rien ne dit qu'il en sera de même cette année, notamment si les investisseurs commencent à reconsidérer davantage les niveaux de valorisations comme des critères d'investissement.

Focus : Stratégies factorielles, le grand écart

L'ampleur des performances au cours de l'année 2020 a été spectaculaire pour les bourses mondiales, affichant d'un trimestre à l'autre des variations extrêmes. Sur les quatre trimestres, le S&P 500 a enregistré des performances respectivement de **-20%**, **+20%**, **+8%** et **+12%**, quand son **rendement médian trimestriel historique sur les 20 dernières années est de +3.1%**. Ces mouvements brutaux ont donc naturellement créé des divergences historiques sur les stratégies factorielles aux États-Unis et en Europe. En effet, en fonction des nouvelles sanitaires, les valeurs bénéficiaires du confinement (plutôt croissance/qualité) voyaient leur cours monter, alors que les actions cycliques (plutôt value) évoluaient dans le sens opposé et inversement en cas de bonnes nouvelles sanitaires, créant de fortes rotations sectorielles.

Parmi, les facteurs qui enregistrent de bonnes performances, l'année 2020 ne fait pas exception à la règle, prolongeant, ou même accélérant la tendance des stratégies fortement exposées aux entreprises technologiques, telles que **Croissance, Qualité et Momentum tant aux États-Unis qu'en Europe**.

A l'inverse les stratégies peu exposées aux valeurs cycliques (Dividende et Value) ont continué à largement sous-performer, malgré un fort rebond au T4.

	2020	
	US	EU
Croissance	31,6%	9,4%
Qualité	27,7%	8,1%
Faible Volatilité	1,5%	-5,1%
Momentum	30,3%	13,4%
Taille	12,2%	1,9%
Dividende	-2,2%	-13,3%
Value	-2,5%	-11,5%
Benchmark	17,0%	-3,3%

Benchmarks : S&P 500 pour les US et MSCI Europe pour l'EU
Sources : FactSet et calcul Fideas Capital

La performance la plus étonnante est la stratégie **faible volatilité**. En effet, elle a eu des résultats décevants à la fois aux États-Unis (**+1.5% vs 17%**) et en Europe (**-5.1% vs -3.3%**), et a probablement déçu les investisseurs, car la plupart s'attendaient à ce qu'en période de crise, ce facteur soit plus performant que les autres. Cependant, il est intéressant d'observer qu'il n'y a eu que le premier trimestre de fortement baissier, suivi par trois trimestres de hausse, sans aucune réelle consolidation, créant naturellement des conditions défavorables pour la faible volatilité. En effet, par construction et sur des rebonds aussi violents, la faible volatilité ne peut surperformer le marché. Mais il est aussi important de noter que cette stratégie ne s'est pas forcément très bien comportée durant la forte baisse, avec une performance **équivalente au S&P 500 et une surperformance de +4% seulement par rapport au MSCI Europe**. Ces mauvais rendements peuvent partiellement être attribués à certains biais sectoriels, c'est-à-dire l'absence de secteurs généralement plus volatils comme la technologie et bénéficiant des mises en place du confinement.

Focus (suite)

Sur ce mois janvier, les performances factorielles sont assez proches des benchmarks, seule la **stratégie Qualité** sous-performe significativement tant aux États-Unis qu'en Europe. A l'inverse, la **stratégie Momentum** continue de se distinguer en Europe (+0.7%).

	Janvier 2021	
	US	EU
Croissance	-1,2%	-0,5%
Qualité	-2,8%	-1,9%
Faible Volatilité	-2,1%	-0,9%
Momentum	-0,9%	0,7%
Taille	-0,9%	-0,4%
Dividende	-1,1%	-0,9%
Value	-1,3%	-0,7%
Benchmark	-1,1%	-0,7%

Benchmarks : S&P 500 pour les US et MSCI Europe pour l'EU
Sources : FactSet et calcul Fideas Capital

En examinant quelques mesures de valorisation, dont notamment le PE de Shiller (cours rapporté au bénéfice moyen des 10 dernières années), il apparaît que les benchmarks, ainsi que les stratégies **Croissance et Momentum culminent sur des plus hauts jamais revus depuis la bulle internet**, alors qu'à l'inverse les stratégies Dividende et Value sont à des niveaux relativement faibles, créant de fortes distorsions.

PE SHILLER	Janvier 2021	
	US	EU
Croissance	60,4	30,9
Momentum	59,4	26,5
Benchmark	31,6	20,4
Dividende	16,9	15,1
Value	16,4	15,7

Benchmarks : S&P 500 pour les US et MSCI Europe pour l'EU
Sources : FactSet et calcul Fideas Capital.

L'année 2020 a été une année exceptionnellement intense sur les marchés financiers. Les fluctuations traversées dépeignent vraisemblablement ce qui peut s'apparenter à un cycle de crise d'une vitesse inouïe : la chute a duré quelques mois pour rencontrer un rebond inégal mais réel en un temps record. Le comportement surprenant de certains facteurs, comme la faible volatilité, s'explique par cet aspect. Un retour à la normal s'apparentera-t-il aussi à un rattrapage de la faible volatilité ?

A surveiller cette semaine

Outre la litanie des PMI, on prêtera surtout attention cette semaine au **rapport sur l'emploi américain** de janvier. Les marchés comptent sur une légère reprise après la chute de décembre. Un retour en positif dès le début de l'amélioration sanitaire serait de bon augure.

Il faut toujours suivre, du côté politique, les développements entourant le grand **plan de relance** des Démocrates; alors que

du côté des banques centrales on n'attend rien de particulier ni de la Banque d'Angleterre, ni de la Banque de Reserve d'Inde.

Les résultats d'entreprises continueront de pleuvoir.

*Achévé de rédiger par Thibault Soler et
Dominique Barbet le 02/02/21 à 19h00*