

**TERRE !!! Mais en attendant la mer reste agitée**

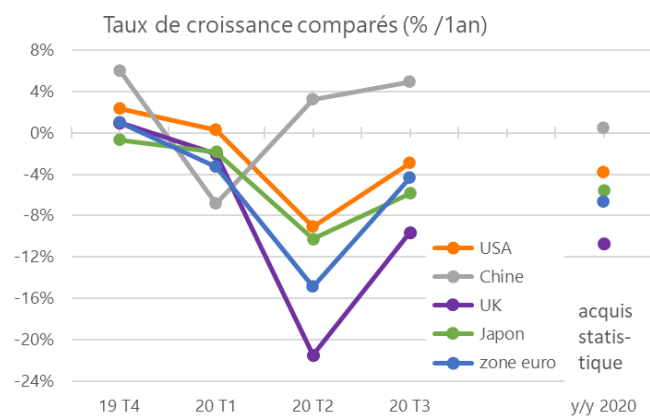
Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	216,22	6,92%	-11,39%
S&P 500 \$	3 509,44	7,32%	8,63%
Nasdaq Composite \$	11 895,23	9,01%	32,57%
Nikkei ¥	24 325,23	5,87%	2,83%
MSCI EM Net \$	567,41	6,62%	7,55%
China A Shares (CNY)	3 471,43	2,72%	8,62%
Euro / Dollar	1,1874	1,95%	5,89%
Gold \$	1 951,35	3,86%	28,61%
Brent Oil \$	39,4500	3,98%	-35,19%
10 ans Allemand	-0,62%	1 bps	-44 bps
30 ans Allemand	-0,20%	2 bps	-55 bps

Après Pfizer et sa première annonce, au tour de Moderna, qui informe que la logistique de distribution de son vaccin sera plus légère. Un article du New York Times fait aussi état d'une durée probablement élevée de l'immunité à la COVID 19. En scrutant l'horizon, est-il temps de crier « terre », est-elle si proche qu'on puisse déjà en dessiner les contours, même si c'est encore depuis le mât de vigie ? Mais n'est-ce pas là qu'ont coutume de se tenir les marchés financiers ?

En attendant, le contexte économique, marqué par les défis de court terme de la pandémie, reste agité.

Croissance économique : où en est-on

Le monde entier a traversé et est encore dans la pandémie, pourtant **les performances économiques des différentes zones sont très variables**, et cela ne tient pas seulement à la lourdeur du bilan humain ou à la solidité du système de soins. Parmi les pays avancés, l'Europe est le continent le plus affecté, pourtant la performance économique de la zone euro n'est pas la pire. En fait, la résilience varie beaucoup d'un pays à l'autre, comme aux Etats-Unis elle peut varier d'un Etat à l'autre.



NB : l'acquis statistique indique le taux de croissance pour l'ensemble de l'année 2020 en prenant comme hypothèse une croissance nulle t/t au T4.

Les deux derniers pays qui viennent de publier le taux de croissance du T3 sont le RU et le Japon, nous jugeons ces chiffres décevants, surtout les perspectives sont assez sombres pour le T4.

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
10 ans US	0,82%	-6 bps	-110 bps
30 ans US	1,60%	-6 bps	-79 bps
10 ans Italie	0,64%	-12 bps	-77 bps
Xover TR - Spread	315,42	-54 bps	108 bps
Indices factoriels Fideas	Semaine	Mois	2020
EMU	5,21%	12,50%	-6,10%
EMU Facteur Value	9,93%	17,45%	-11,41%
EMU Facteur Growth	3,94%	11,87%	1,67%
US	2,17%	9,71%	12,17%
US Facteur Value	6,45%	11,32%	-7,44%
US Facteur Growth	0,34%	9,02%	25,60%

Au Royaume Uni, tout va mal

Le rebond du PIB au T3 est loin d'avoir effacé la chute du T2, il laisse le glissement annuel largement dans le rouge à -9,6% après -21,5%. Sur le seul mois de septembre, le PIB a progressé de 1,1%, moitié moins qu'en août et il affiche encore un repli de -8,2% par rapport à février selon l'ONS. Et, de surcroît, le RU a remis en place **des mesures de restrictions sociales** en octobre et novembre **qui vont à nouveau peser, singulièrement dans les services au T4**.

La performance du RU cette année est donc l'une des pires du monde, avec celle de l'Espagne. Son **acquis de croissance ressort à -10,5%**, et encore, les risques sont orientés à la baisse. Dure tâche pour Boris Johnson que de finir de négocier le Brexit, contesté à l'intérieur et sans tendresse de la part de Joe Biden qui avait déjà déclaré que le Brexit était une erreur historique et s'était ouvertement offusqué de ce que le gouvernement britannique puisse remettre en cause, dans sa loi sur le marché intérieur, l'accord de sortie signé avec l'UE.

Au Japon, c'est l'avenir qui inquiète

Certes, le rebond du PIB japonais est un peu plus fort qu'attendu au T3 à +5,0% au lieu de +4,4% t/t, néanmoins il reste modeste en comparaison de la chute précédente (révisée de -7,9% à -8,2% au T2). Ce rebond arrive après non pas 2 mais 3 trimestres de baisse, en raison de la hausse de la "sales tax" du 1^{er} octobre 2019. Ainsi le glissement annuel est négatif pour le 4^{ème} trimestre consécutif, -5,8% après -10,2%.

La consommation des ménages reste assez faible, mais c'est surtout **l'investissement des entreprises qui est décevant** avec un repli de 3,4% au T3 qui aggrave la baisse de 4,5% du T2 et le fait reculer sur un an de 10,5% au T3. Le "moteur" de la croissance du T3 c'est, malheureusement, **la baisse des importations** qui reculent de 9,8% au T3, après une hausse de 2,2% au T2, face à des exportations faibles, dont la baisse sur un an est encore de 15,7% après -22,1%.

Ainsi la contribution à la croissance de la demande interne n'est que de 2,1 points sur 5, tandis que celle du commerce extérieur atteint 2,9 points, ce qui n'est pas durable même en Asie. Cette structure illustre la dépendance du Japon au reste du monde et **la fragilité de sa reprise économique**. L'acquis de croissance pour 2020 est similaire à celui de l'Allemagne, à -5,5%, bien que

le pays soit beaucoup moins touché au plan sanitaire. Le Japon retrouve les problèmes structurels qui le handicapent depuis plus de deux décennies.

Les yeux rivés sur l'horizon ... Terre ! ?

Si les hypothèses sur l'efficacité et la disponibilité vaccinale sont exactes, le **"moment" value est peut-être arrivé**, même si au sein des secteurs cycliques cette épreuve a redistribué les cartes et si les entreprises moins solides vont mettre du temps ou ne pas avoir les moyens de s'y adapter. Si ce miracle d'une COVID 19 jugulée, qui est un miracle de la science, se confirme, la différence se fera entre les titres de type *value* solides et ceux de type *growth* très gâtés jusqu'à présent, et depuis longtemps.

La semaine dernière a donc été celle d'une **forte rotation sectorielle en direction des titres value**. Le panier *value* affiche une surperformance supérieure à 3% par rapport à l'indice par capitalisation et de plus de 5% par rapport au facteur *growth*.

Pour bénéficier de ce rebond probable du facteur *value*, il nous faut le rechercher, mais en se méfiant des sociétés trop fragiles.

Le facteur *value* se caractérise par des titres ayant des valorisations inférieures par rapport au marché et appartenant principalement aux secteurs cycliques. Les ratios communément utilisés pour caractériser ces titres sont un faible cours/valeur nette comptable, faible cours/bénéfices (présents ou futurs) et un taux de dividende élevé. Cependant, après une telle crise d'activité qui a mis à mal beaucoup d'entreprises, d'autres critères doivent être pris en compte afin de poursuivre le rebond à plus long-terme. Il est donc utile de vérifier parmi les candidats *value* des critères de "qualité" (niveau du ROE, dette/fonds propres et stabilité des bénéfices), mais aussi, et d'autant plus que la relance sera *green*, apprécier leur préparation à la transition climatique.

Nous avons donc construit un panier Eurozone green value comme suit : i) sélection des 100 titres les plus "value" dans l'univers Eurozone Large-Mid Cap; ii) exclusion des titres financiers et immobiliers qui font l'objet d'une analyse spécifique ; iii) exclusion des titres ayant un score "qualité" dans

les pires 5% des scores de l'univers d'investissement ; iv) pondération des titres en fonction de la capitalisation boursière, du score "value" et du score "qualité" ; v) repondération des titres avec notre scoring propriétaire Fideas Smart for Climate® (intensité carbone et engagements des entreprises). <http://www.fideas.fr/smart-for-climate.php>

Nous pensons que ce panier est susceptible de bien se comporter dans les mois et trimestres à venir et qu'il a le mérite de pouvoir équilibrer des portefeuilles défensifs qui risqueraient d'être distancés par un rebond *value* prononcé, sans prendre trop de risque après avoir écarté les entreprises trop fragiles. Nous allons y investir dans certains portefeuilles, le suivre, et commenter ses performances dans les prochains mois.

A surveiller cette semaine

A juste titre, **les regards se focalisent sur les performances des fabricants de vaccins**, et cela va continuer. Cependant, il ne faudrait pas négliger les dégâts économiques du rebond épidémiologique, même si des confinements partiels parviennent à le maîtriser. A cet égard, les chiffres de **ventes au détail d'octobre** publiés cette semaine sont les indicateurs les plus utiles. *So far, so good!* La reprise se poursuit en Chine, où la demande est encore en retard sur la production, elle s'achève aux Etats-Unis, où c'est la production qui poursuit son rattrapage.

C'est dès le début de la semaine du 23 novembre que commenceront à arriver **les PMI, puis les autres enquêtes nationales relatives à l'activité**. Mais il faudra garder en tête que, normalement, **la plupart des réponses à ces questionnaires ont été soumises avant** que Joe Biden a été projeté vainqueur et, surtout, avant que l'arrivée des vaccins a été annoncée.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi, Alexis Merville
et Dominique Barbet le 17/11/20 à 19h00*