

MOMENTUM: LES MASSACRES DE SEPTEMBRE :



Bruno Syrmen
CIO Alternatif - Partner
bsyrmen@seven-cm.com
+33 1 42 33 75 22

LE DÉBUT D'UN CHANGEMENT DE TENDANCE OU JUSTE UNE AUTRE CRISE PASSAGÈRE ???

- Il s'est passé beaucoup de choses sur les marchés financiers durant la semaine du 9 septembre.
- Choses que l'on ne soupçonnerait pas forcément en regardant l'évolution des principaux indices Actions – le S&P500 était à peine en hausse de 1% sur la semaine par exemple. Mais sous la surface la tournure qu'ont prise certaines choses était beaucoup plus dramatique.
- Le rendement du US T-Note à 10 ans a vu sa plus forte hausse hebdomadaire depuis les élections présidentielles US en 2016. ET cette hausse déclencha un mouvement de déboucement massif de la stratégie « Growth to Value ».



Nous analyserons en détails, dans ce qui suit, les événements qui se sont produits durant la deuxième semaine de septembre. Et nous tenterons de répondre à la question : s'agit-il d'une inversion de tendance pour l'une des stratégies les plus performantes de ces 2 ou 3 dernières années : Croissance contre Valeur ?

•Le détonateur: des ventes massives de dette souveraine US.

Les temps changent très vite sur les marchés financiers....Aout 2019 a été le meilleur mois pour la dette souveraine US depuis décembre 2008, aux pires heures de la GFC. Dès lors la légère hausse des rendements constatée durant la première semaine de septembre n'inquiéta personne. Juste une consolidation due à des prises de profits. Mais ce qui se passa à partir du 9 septembre fut en revanche beaucoup plus surprenant. En effet la hausse violente, presque 35bips sur le rendement du T-Note US à 10 ans, effaça quasiment tous les gains du mois d'aout !!

Pour avoir un sens clair de la perspective, considérons le graphe ci-dessous fourni par le blogueur financier The Heisenberg. Il nécessite quelques explications:

•Le panneau du haut montre l'évolution du S&P500. Complétant une 3ième semaine consécutive de hausse après les 4 semaines de baisse successives du mois d'aout.

•Le bar chart dans le panneau du bas montre les variations hebdomadaires, en points de base, du rendement du 10-ans US (échelle de droite. L'échelle de gauche représentant elle le rendement du 10-ans US). La ligne jaune verticale marque la date des élections présidentielles US.

Quand les rendements du 10 ans sont supérieurs à leur niveau au moment de l'élection (c.a.d. au-dessus de la "Trump line"), le chart est coloré en mauve. Quand ils sont inférieurs, le chart est coloré en bleu.



Chart 1 source: The Heisenberg

Un rapide coup d’œil au panneau inférieur de ce graphe permet de voir l’ampleur du mouvement de baisse des Bonds US : **ÉNORME!** Mais ce ne furent pas seulement les investisseurs dans les marchés obligataires qui en ressentirent les effets, le chaos gagna très vite tout ce qu’il est convenu d’appeler les « Bonds proxies », et notamment les facteurs Croissance et Momentum. L’intensité des prises de profits qui débutèrent le lundi 9 sur ces 2 facteurs fût dramatique! Pour vous donner une idée de la violence extrême du mouvement, voici comment les analystes de Nomura le décrivent:

“En fait, on a vu lundi un **mouvement de 8.5-standard déviation** dans notre Index "Pain Trade" (simplement le ratio d'un proxy facteur Valeur contre Momentum):

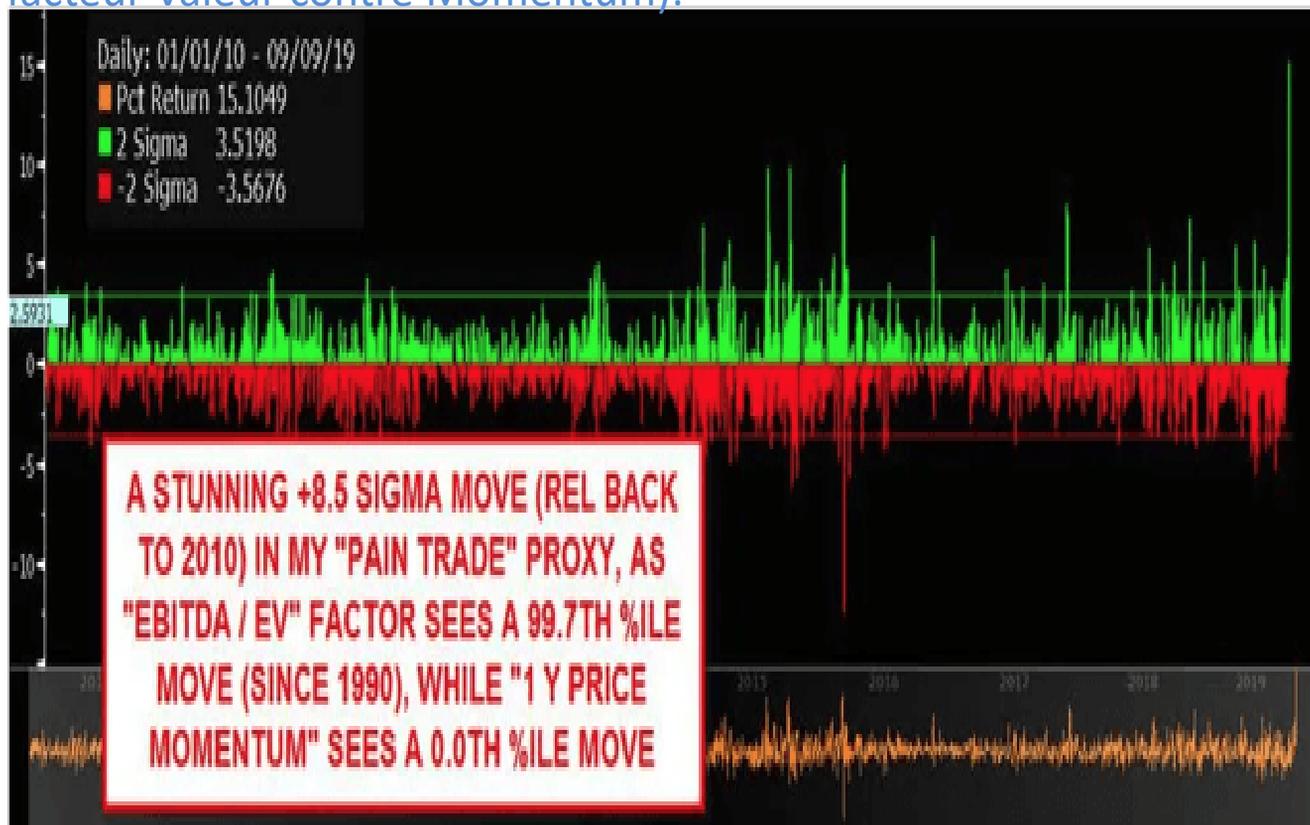


Chart 2: Source: Nomura

Le mouvement de -7.7% intervenu lundi sur le prix de notre Momentum à un an, fût la seconde baisse quotidienne la plus importante d'une histoire remontant à 1984, éclipsée seulement par le bain de sang de -8.2% du 4 avril 2009.” Black Swan... Ces rotations extraordinaires ont impacté nombre de véhicules d'investissement Croissance et Momentum, pour la plupart détenus par une multitude d'intervenants. En voici deux exemples, fournis par the Heisenberg:

- L'ETF iShares S&P 500 Growth (IVW) a sous-performé l'ETF iShares S&P 500 Value (IVE) comme il ne l'avait plus fait depuis 2009.

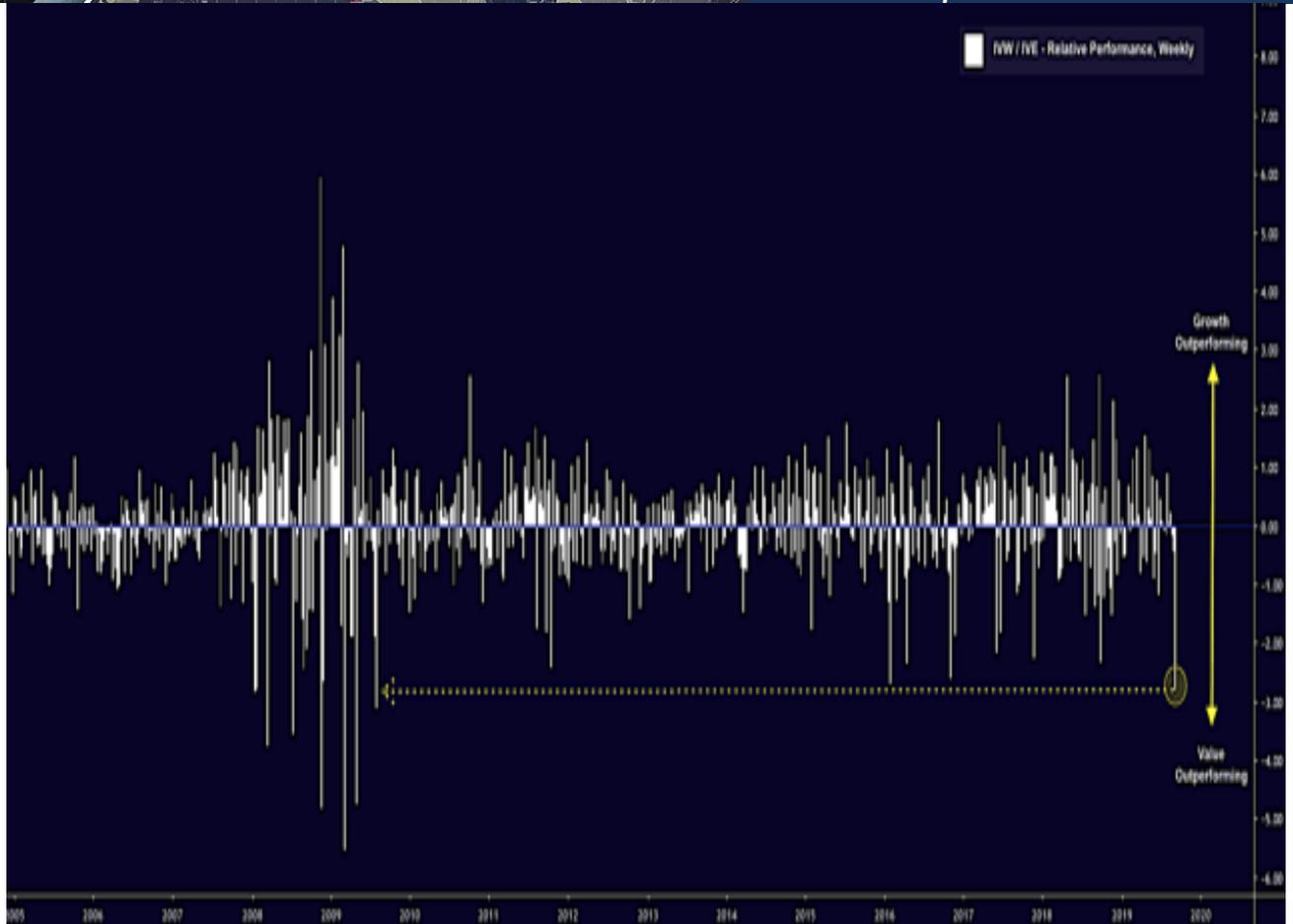


Chart 3 source: The Heisenberg

Et le second exemple, qu'il commente ainsi:

-“Dans la même veine, le facteur Momentum a sous-performé le facteur Valeur d'une marge digne d'un black-swan. Le graphe ci-dessous n'est pas une façon parfaite de visualiser cette rotation, mais il est très parlant et très compréhensible pour le grand public.” (Chart mis à jour au lundi 16 septembre)

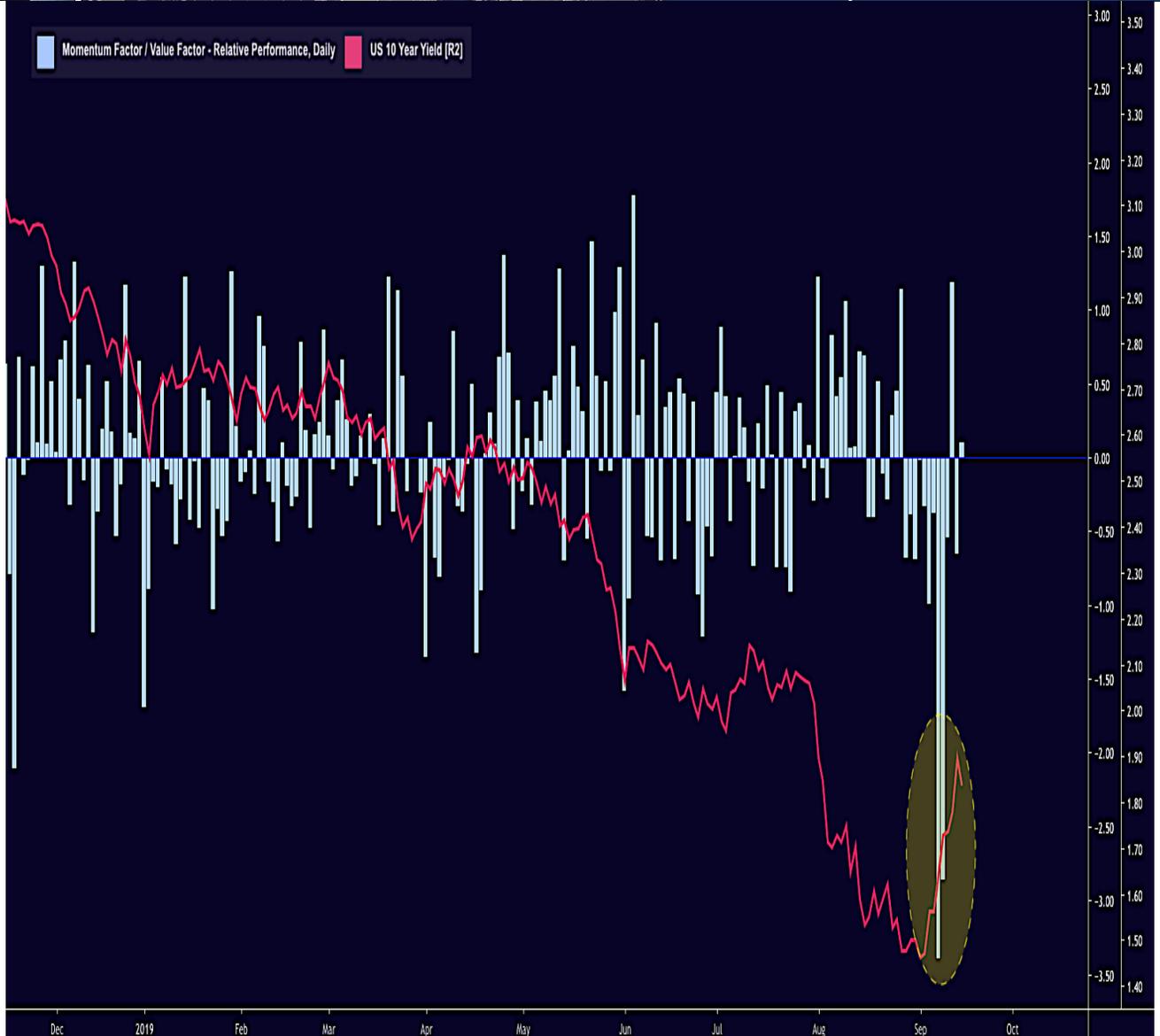


Chart 4 source: The Heisenberg

Ce graphe illustre aussi très bien ce que les analystes de Goldman ont écrit cette semaine: " Notre récent baromètre Factor montre que Momentum et Volatilité sont tous deux inversement corrélés avec les taux de façon significative : à ~-50-55%; < 5ième %ile historique ; ce qui peut suggérer que la récente hausse des taux longs a très vraisemblablement été le catalyseur de cette rotation."

• Le résultat à la fin de la semaine: une rotation sans précédent entre Momentum et Valeur.

Les mouvements violents du lundi n'ont fait qu'envoyer le signal que la rotation avait commencé. Elle a continué TOUTE la semaine.

Essentiellement, les investisseurs ont augmenté leurs positions longues en Valeur, perçue comme peu chère, plus qu'ils n'ont vendu le Momentum, comme les 2 graphes ci-dessous vous le montreront.

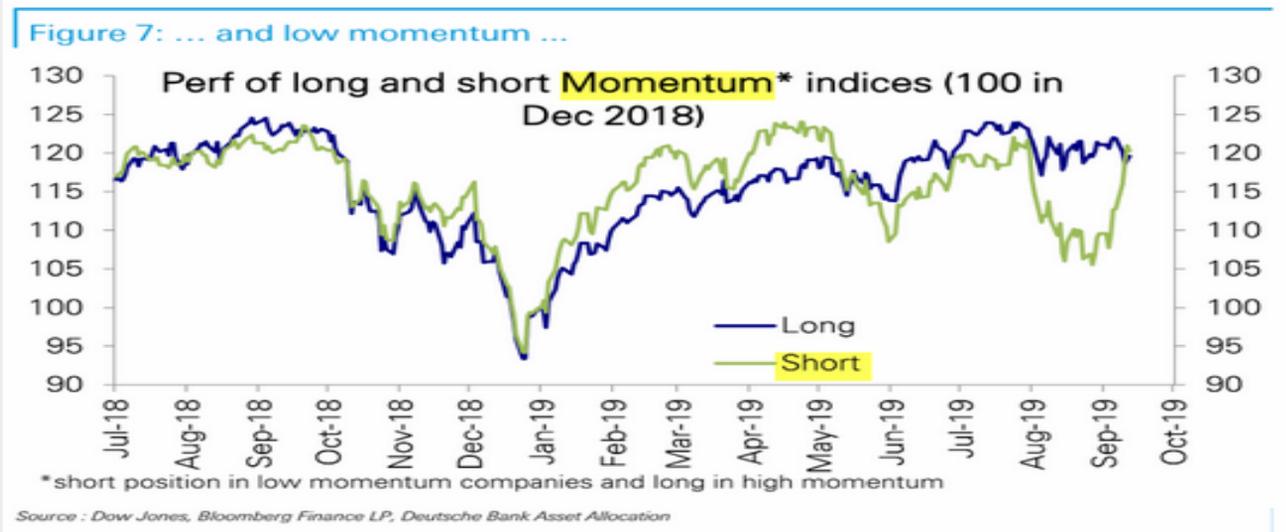
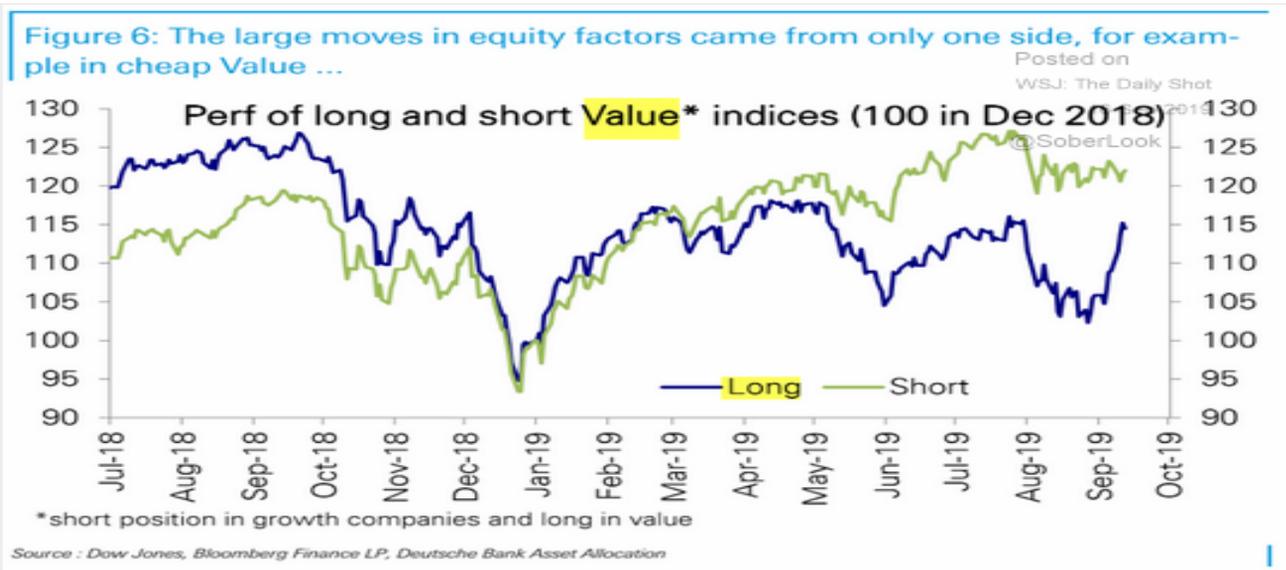


Chart 5 source: WSJ The Daily Shot

Et les résultats hebdomadaires sont très clairs comme vous pourrez le voir ci-dessous. Tout d'abord le facteur Valeur, et son évolution sur les 5 dernières années:

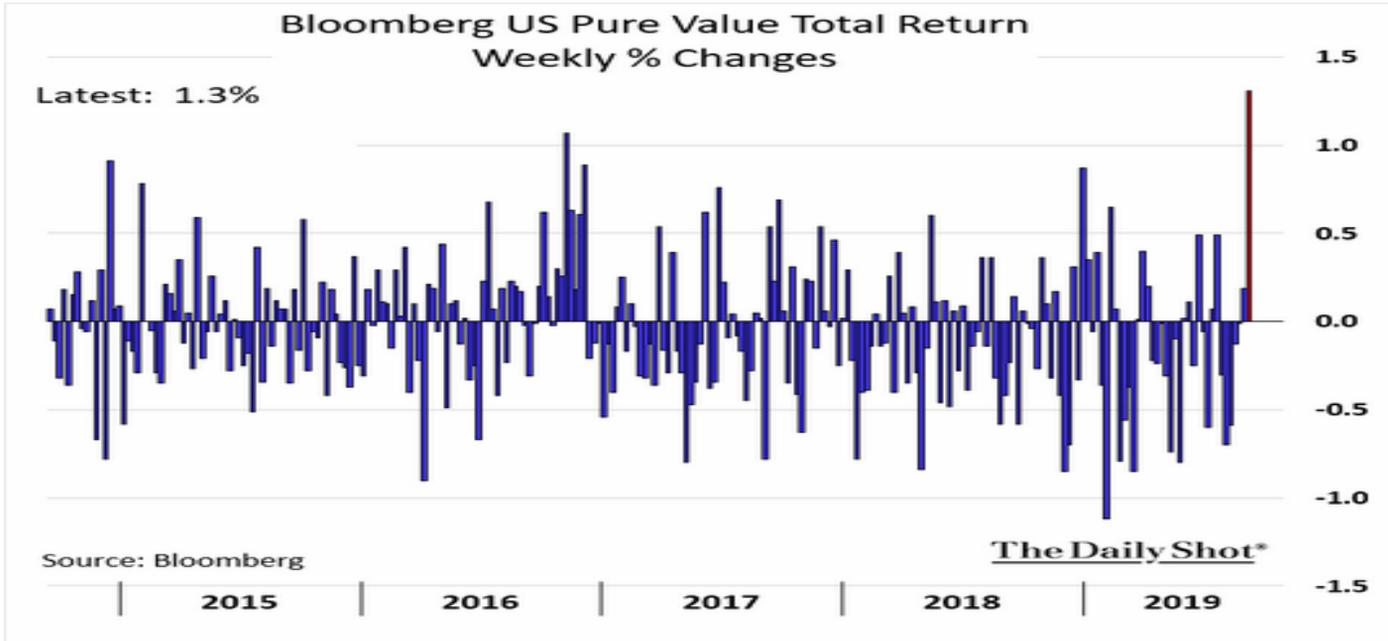


Chart 6 source: WSJ The Daily Shot

Et Valeur contre Indice S&P 500: le point rouge vole très haut.....

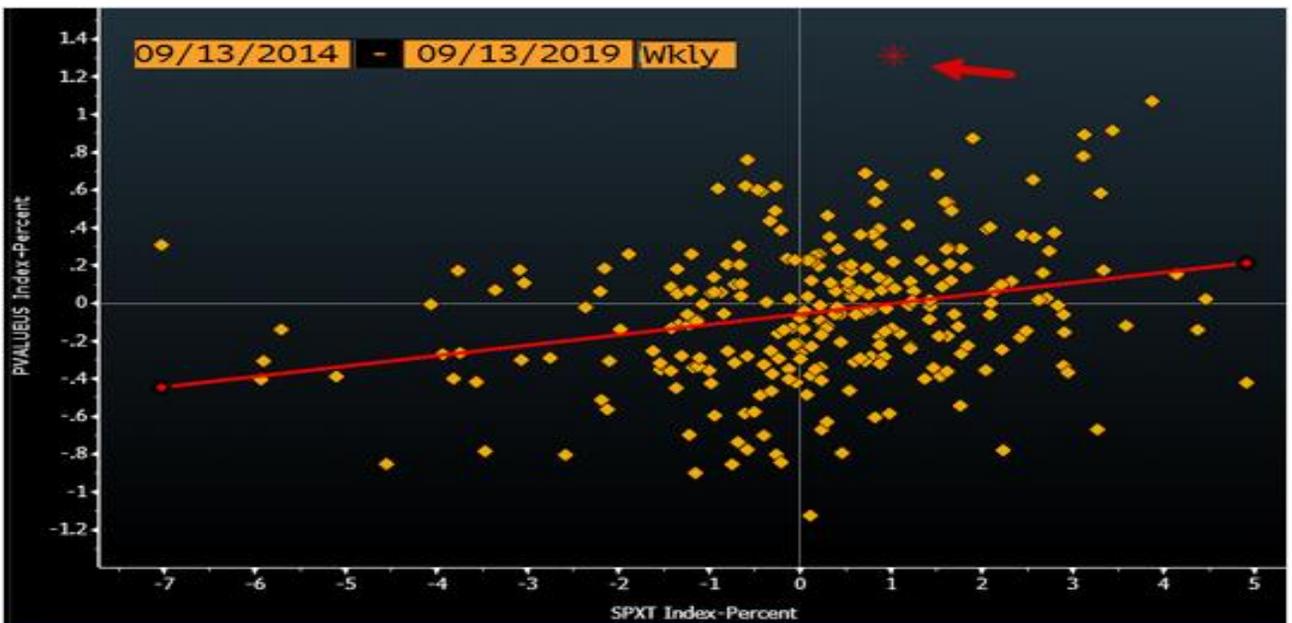


Chart 7 source: WSJ The Daily Shot

A comparer aux deux charts suivants sur le Momentum:

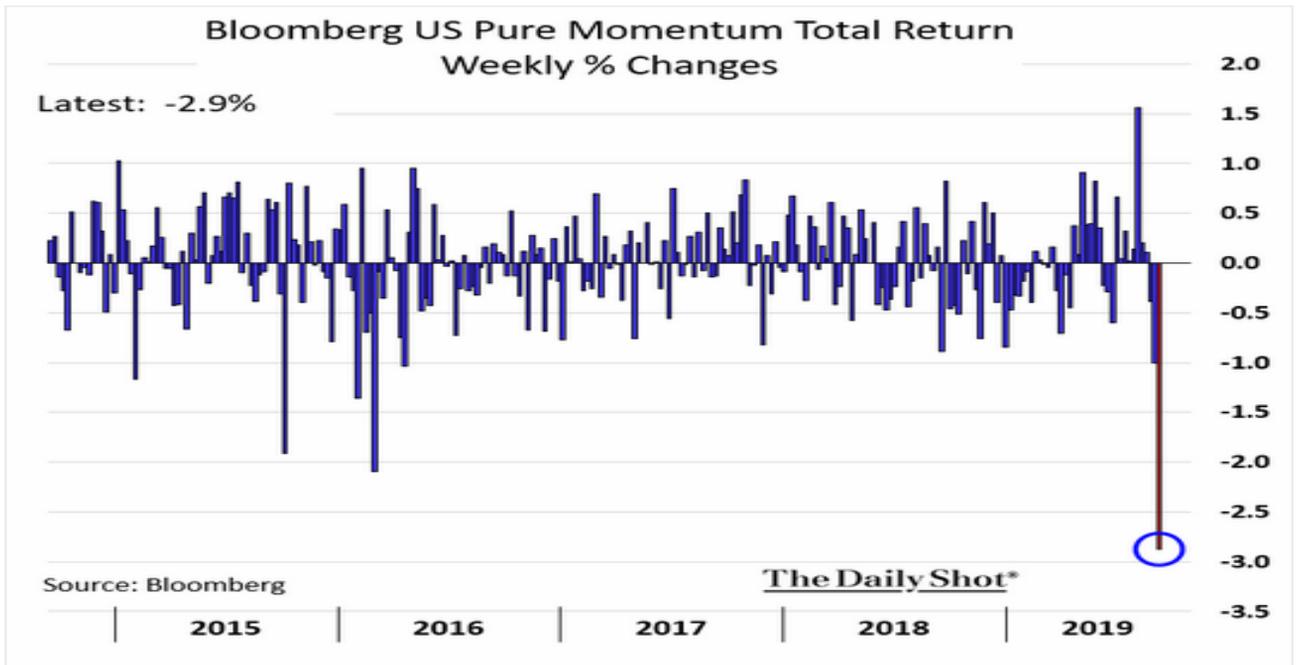


Chart 8 source: WSJ The Daily Shot

Facteur Momentum vs S&P500: Cherchez le point rouge dans les abîmes.

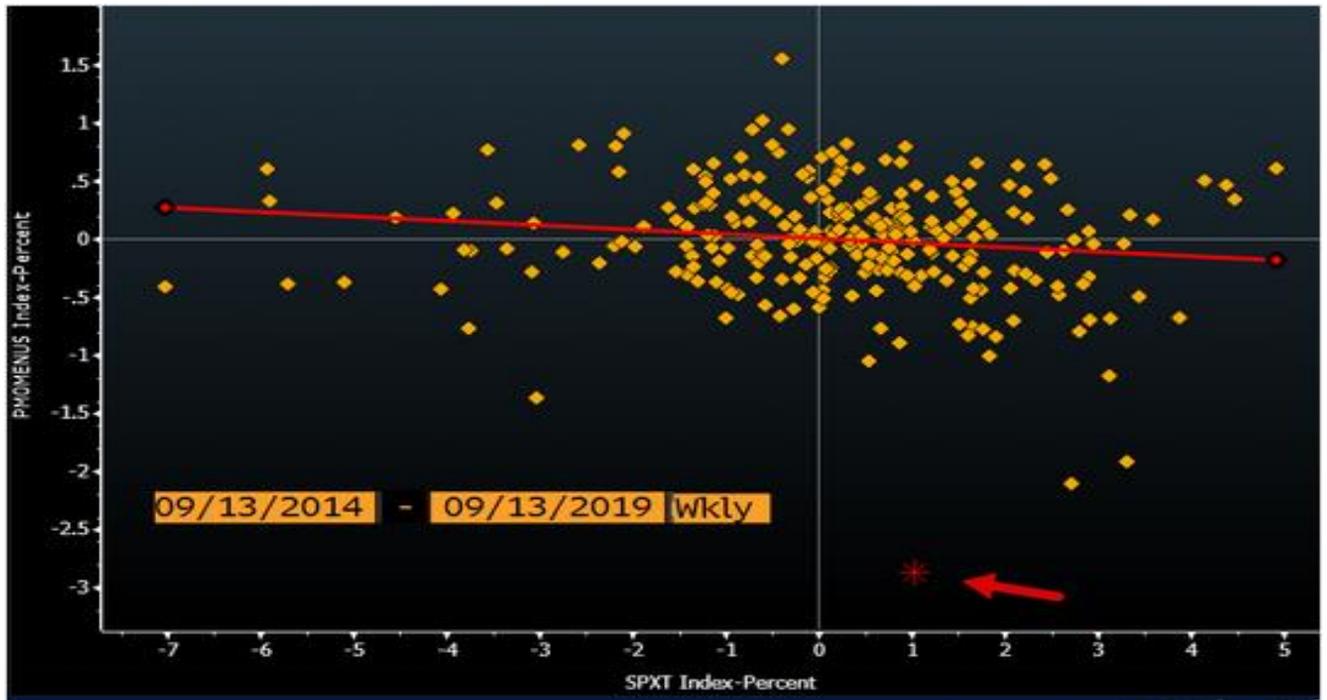


Chart 9 source: WSJ The Daily Shot

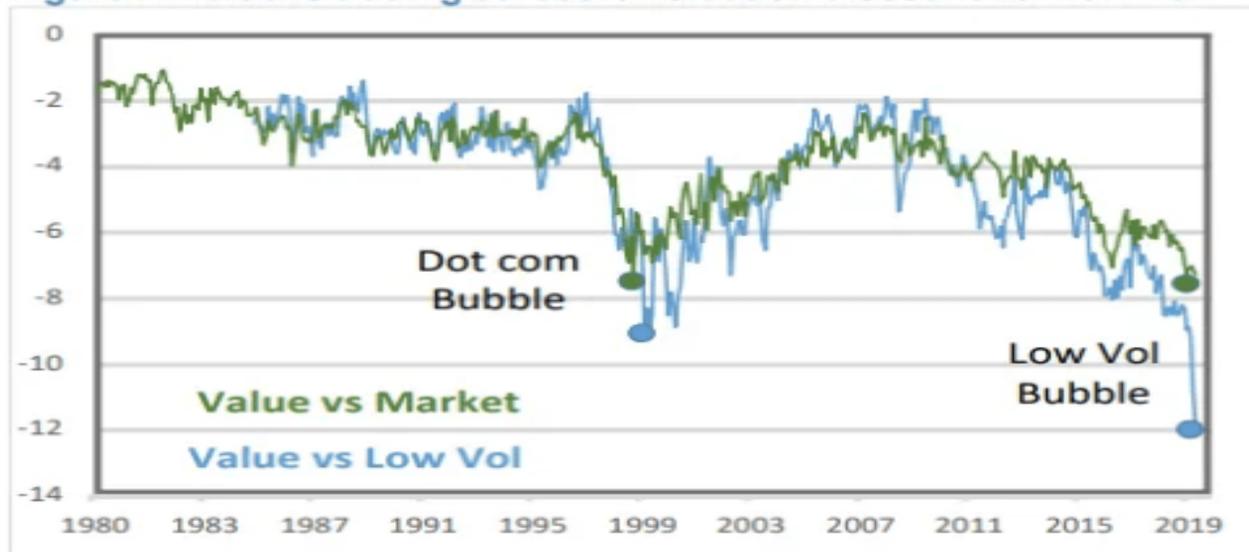
• **Est-ce donc le début de la grande rotation de Croissance vers Valeur?**

Ou, en d'autres termes, peut-on attendre à partir de maintenant une surperformance réelle des valeurs Cycliques et autres secteurs laminés ces derniers temps (Énergie par exemple)?

Le débat entre les analystes fait toujours rage. Entre ceux qui pensent que les rotations vont continuer et ceux qui sont d'avis que ces événements reflètent simplement des nettoyages de positions déclenchés par des ajustements de positions drastiques sur les taux, ou le rallye des Bonds était clairement allé trop loin trop vite!

D'un côté, vous avez des gens comme Marko Kolanovic, analyste quant JPMorgan, qui, au mois d'août, prévenait de la constitution d'une bulle épique dans le facteur Low Vol qu'il a illustré avec ce chart:

Figure 2: Value is trading at record valuation discount vs. Low Vol



Source: J.P. Morgan QDS.

Chart 9 source: JPMorgan



Il concluait en écrivant que, cela constituait même “une opportunité historique de se positionner pour un fort mouvement de convergence”. Certains analystes pensent donc qu’étant donné la taille de la “bulle” il y en a encore à venir....

De l’autre côté de l’argument vous trouverez les tenants de l’investissement systématique et/ou quantitatif, qui pensent que, aussi longtemps qu’une récession n’est pas imminente, il y a juste trop de forces à l’oeuvre, notamment politiques, qui conduisent à pousser le marché plus haut. Avec la Fed prête à baisser les taux à de multiples reprises dans l’année qui vient et une guerre commerciale qui peut être utilisée à cet effet, les éléments sont en place, d’après eux, pour une surperformance continue du secteur Croissance.... En d’autres termes: un trend dure toujours plus longtemps que ce que l’on pouvait croire...

Que peut-il se passer maintenant?

A en croire une note de Goldman sortie la semaine dernière: “les baisses prononcées du Momentum semblables à celle des 10 derniers jours marquent habituellement la fin des rallyes du Momentum plutôt que des opportunités d’achat. L’une des raisons pour laquelle le Momentum rebondit rarement suite à ces baisses soudaines est que sa composition change fréquemment. Dans une perspective macro, le Momentum performe mieux durant les périodes de régularité macroéconomique et de marchés peu volatiles. A l’avenir, pour que le Momentum reprenne sa surperformance, les investisseurs auront besoin soit de vite retourner à la thématique de décélération économique et risques de récession, ou d’attendre que le Momentum se reconstruise



sous une autre forme, pour un environnement économique amélioré .

Nous verrons trois des charts illustrant leurs propos ci-après.

Les deux premiers sont intéressants. Ils montrent que le mouvement de convergence de l'indice GS High Beta Momentum avec le S&P500 fût extrêmement rapide et violent. Mais quand votre surperformance baisse de plus de 40% à environ 5% en quelques semaines, peut être que la « mean reversion » a déjà eu lieu ??

Les stratégestes de Bernstein semblent être de cet avis : « On ne voit pas, à court terme, quel pourrait être le catalyseur pour plus de « mean reversion » et par conséquent nous ne pensons pas que la rotation de la semaine dernière soit le début d'un rallye à long terme des valeurs cycliques. »

A tout le moins, il nous semble clair que la plus grande partie de ce mouvement de convergence a déjà été faite. Par conséquent, vendre maintenant le Momentum, si tard dans la bataille, nous semble quelque peu risqué. Rappelez-vous aussi le chart 5 (Fig. 7) présenté page 5: les performances des indices short et long Momentum depuis 2018 sont maintenant presque identiques, voire même avec un très léger avantage pour l'indice short Momentum....



Septembre 2019

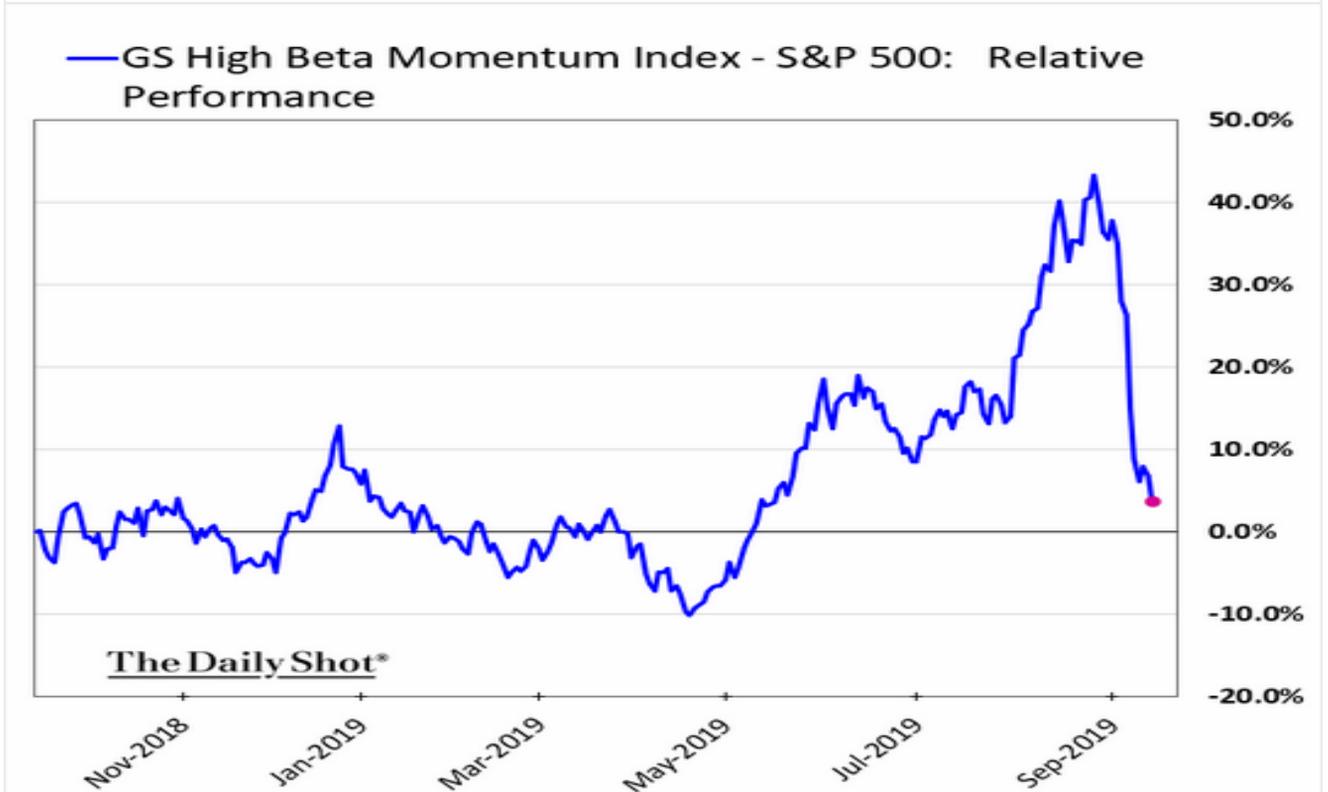
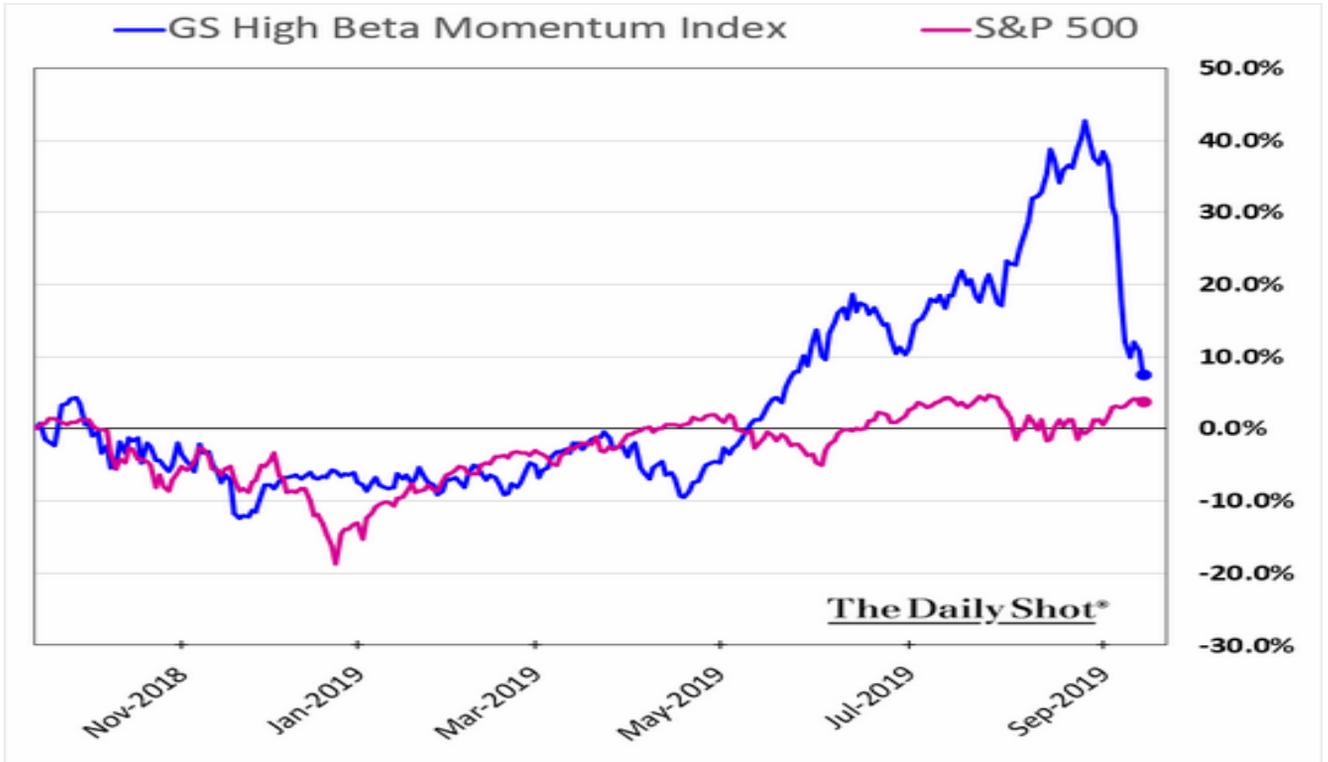


Chart 10 source: Goldman Sachs

Et après avoir mis en exergue l'amplitude de l'effondrement de septembre dans les deux graphes précédents, les analystes de Goldman concluent avec le chart ci-dessous, qui prouve, selon eux que les baisses du Momentum peuvent mettre un peu de temps à revenir....

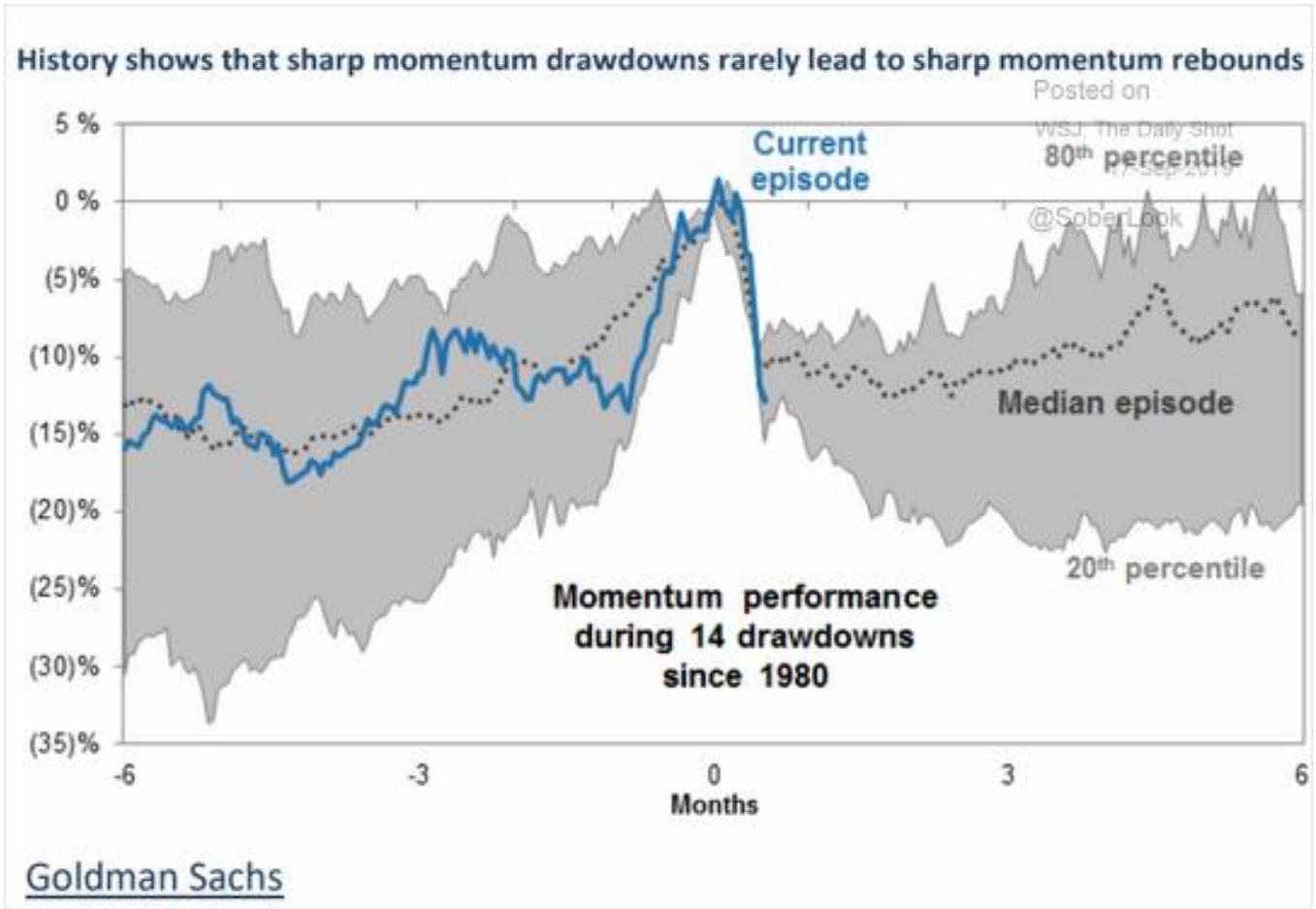


Chart 11: source Goldman Sachs

Un autre célèbre analyste, Andrew Lapthorne (Soc Gen) a souligné le lien avec les rendements à long terme dans sa dernière note (sortie le jeudi 12 Sept.):

“Il y a trop de Momentum des prix des bonds pris en compte dans les prix des actifs, et pour couvrir ce risque, vous avez besoin d’être exposé à la hausse des valeurs cycliques. Trop d’investisseurs ne sont pas, ou peu, exposés aux nouvelles positives.



Septembre 2019

Les actions “Value”, un portefeuille rempli d’histoires délaissées, comme on l’a vu ces derniers jours, fournit une telle couverture.”

C’est un point valide, les investisseurs contents de garder leur exposition aux facteurs Croissance ou Momentum pourrait considérer, si ils le peuvent, ajouter de l’exposition à certaines actions du facteur Valeur, et ce comme un hedge au moins partiel. Mais choisissez bien les secteurs/actions: même après le rallye géant du Crude (+15% le lundi 16) le secteur de l’énergie est toujours en baisse d’environ 18% cette année.

Nous sommes de ceux qui pensent que pour que le facteur Value s’envole pour plus de quelques semaines – c’est-à-dire plus longtemps que la période de short-covering de la semaine dernière – vous devez avoir une **NOUVELLE histoire Macroéconomique** qui conduise à une courbe des taux US plus pentue ! Et à l’heure où nous écrivons il ne semble pas que ce soit le cas.

Enfin même si vous êtes un investisseur actions pur, vous ne **POUVEZ PAS** vous permettre d’**IGNORER** ce qui se passe sur les marchés de taux d’intérêts. Vous pouvez penser que vous êtes immunisés contre les crises des marchés de taux, la réalité est que malheureusement: **VOUS NE L’ÊTES PAS.....**

B. SYRMEN

18 septembre 2019