



Un retour équivoque vers la normalité



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
1 Décembre 2020

Longueur
7 minute(s) de lecture

Les marchés en 2020 laisseront probablement dans la mémoire des investisseurs deux principaux souvenirs. D'abord celui d'une trajectoire en forme de violent aller-retour : après un moment de panique au vu de gouvernements qui se livraient à une automutilation radicale de leur activité économique pour enrayer une pandémie qui leur échappait, les marchés se sont ensuite progressivement rassurés en comprenant que l'intentionnalité de ces plonges en récession garantissait du même coup leur accompagnement de mesures de soutien monétaire et budgétaire à due proportion, c'est-à-dire hors normes. Par ailleurs, les investisseurs se souviendront d'une polarisation extrême des performances entre secteurs gagnants et perdants.



Il fallait, pour bien négocier cette année hors norme, gérer le risque de marché de façon active, et être très discipliné dans la sélection de valeurs.

Aujourd'hui, la situation politique américaine s'est relativement éclaircie, et des vaccins efficaces seront bientôt largement déployés. Cette combinaison ouvre pour les marchés la perspective euphorisante d'un retour à la normale en 2021 et sonne ainsi le retour en grâce depuis quelques semaines des secteurs les plus pénalisés depuis huit mois. Si cette réaction est compréhensible, il nous semble néanmoins que ce retour vers la normalité puisse s'avérer paradoxalement plus complexe qu'il y paraît. Non pas que cette complexité constitue nécessairement un obstacle à la performance, mais plutôt un appel à la lucidité dans l'allégresse collective.

Les politiques publiques à la croisée des chemins

La coordination entre le soutien budgétaire exceptionnel apporté par les gouvernements et leur pendant monétaire offert par les banques centrales aura été exemplaire en 2020. Nécessité faisant loi, les scrupules du passé à l'égard d'un minimum d'orthodoxie ont été temporairement balayés. Le retour vers une forme de normalité générale va nécessairement poser la question de la future trajectoire des politiques publiques.

Sur le plan budgétaire, on constate d'ores et déjà dans l'Union européenne que le mode de fonctionnement des institutions pourrait permettre à quelques membres récalcitrants, aujourd'hui la Hongrie et la Pologne, d'opposer des résistances à une mise en œuvre rapide du plan de relance européen. Aux États-Unis, le degré de coopération que la prochaine Administration Biden pourra obtenir du Sénat est très incertain à ce jour. Une majorité démocrate au Sénat est encore techniquement possible, selon l'issue du scrutin qui se tiendra dans l'État de Géorgie le 5 janvier prochain, mais le scénario inverse l'est au moins autant d'une majorité républicaine qui bloquerait ensuite systématiquement l'essentiel des projets de dépenses publiques, à l'instar de l'épisode de 2010/2011 subi par Barack Obama.

Le redémarrage économique, pour spectaculaire qu'il soit, mettra longtemps à réparer le dommage colossal infligé en 2020 à l'économie

Au-delà même de ce manque singulier de visibilité, il semble difficile d'ignorer le risque que, les circonstances exceptionnelles s'éloignant, les partisans historiques de la tempérance budgétaire fassent de nouveau valoir leurs arguments. S'il est légitime d'anticiper que les solutions vaccinales à la pandémie auront un impact très favorable sur la confiance, la mobilité et les dépenses de consommation, l'impulsion économique réduite des pouvoirs publics aura certainement l'effet inverse. Par conséquent, dans un contexte où le poids de l'endettement et du sous-emploi global s'est encore accru, il nous semble que, tout à leur enthousiasme de célébrer le retour à la normalité, les marchés font peu de cas aujourd'hui des freins à la croissance qui demeurent très présents. Le redémarrage économique, pour spectaculaire qu'il soit, ne serait-ce que par effet de base, mettra longtemps à réparer le dommage colossal infligé en 2020 à une économie mondiale déjà en faible croissance structurelle. S'il est certes possible qu'un jour l'incontinence monétaire générale nourrisse finalement une violente résurgence inflationniste, pour l'instant il nous semble que le rebond attendu ne devra pas être confondu avec un changement de tendance. La destruction ne sera pas créatrice immédiatement, si elle l'est jamais.

C'est pourquoi nous ne nous départons pas dans les portefeuilles actions de notre biais en faveur des valeurs de croissance. Ce biais est certes si nous nous réjouissons que les valeurs sensibles à la réouverture de l'économie, qui attendaient patiemment leur heure depuis des mois, puissent enfin contribuer à la croissance.

Le monde émergent en embuscade

Il est intéressant d'observer que, même dans le scénario d'un statu quo budgétaire, l'un des éléments de l'anomalie structurelle de 2020 va se manifester dans des besoins de financements considérables de gouvernements en lourds déficits, qui ne pourront toujours être couverts au moyen des achats des banques centrales. Le concours sans condition de ces dernières devrait permettre d'éviter de trop importantes tensions sur les marchés obligataires, que les membres du G20 ne peuvent pas supporter.

Il demeure que, dans l'univers obligataire, nous préférons toujours nous concentrer sur les obligations privées américaines offrant les rendements suffisants et fiables. Mais cet engagement illimité des banques centrales posera tôt ou tard la question de la valeur intrinsèque des monnaies émis, créées sans avoir pour objet ou de financer des déficits. Le dollar en particulier nous semble aujourd'hui vulnérable à cette perspective. En retour, un affaiblissement de la monnaie américaine conduisant à une amélioration des conditions financières pour les pays se finançant et commerçant en dollars, aux premiers rangs desquels se situent les économies émergentes. Le bénéfice s'ajouterait, au moins pour la sphère d'influence chinoise, au double avantage d'une gestion efficace de la crise sanitaire permettant un redémarrage plus rapide des économies, et d'une position enviable dans de nombreux domaines de la sphère technologique, y compris celui des énergies alternatives (notamment pour les véhicules électriques).



Le monde émergent présente le double avantage d'un redémarrage économique plus rapide et d'une position enviable dans les secteurs de croissance

Il nous semble aussi que la possibilité d'un affaiblissement du dollar, et peut-être d'autres monnaies confrontées aux mêmes défis, justifierait que le prix de l'or reprenne au cours de 2021 sa pente ascendante.

En conclusion, la sortie de « l'anomalie » de 2020 justifie que la valorisation des secteurs excessivement pénalisés pendant la crise se normalise rapidement. Mais au-delà de cet ajustement, il faut garder à l'esprit que c'est la croissance bénéficiaire à long terme des entreprises qui demeure le juge de paix de la performance boursière. Or, comme nous l'indiquions dans notre Note d'octobre dernier (« **Ce que change 2020** »), dans un environnement de taux d'intérêt maintenus à des niveaux très bas, d'activité économique globale encore restreinte, et de déséquilibres macro-économiques aggravés, cette croissance va demeurer structurellement rare et fragile. C'est pourquoi nos portefeuilles globaux continuent de s'appuyer sur quatre lignes de forces « antifrágiles » : les actions d'entreprises à croissance visible, la Chine et sa zone d'influence, les acteurs gagnants de la transition énergétique, et les mines d'or.

Source : Carmignac, Bloomberg, 30/11/2020

Stratégie d'investissement

Actions

Les bonnes nouvelles sur le front du vaccin et les résultats de l'élection américaine ont conduit à une hausse historique des marchés actions. Ce mouvement a été tiré par les secteurs ayant le plus souffert depuis le début de l'année (banques, secteur automobile, énergie). En effet, les incertitudes de 2020 avaient poussé leur valorisation à des niveaux extrêmement faibles expliquant ainsi un mouvement de rattrapage. Au-delà du réajustement de prix très rapide de ces titres « value », en dépit parfois d'handicaps stratégiques importants, la participation de nos fonds globaux à ce mouvement de marché tient davantage à notre thématique liée à la réouverture des économies, construite à partir des points bas de mars/avril. Nous sommes restés extrêmement sélectifs dans la constitution de cette thématique, principalement centrée sur des entreprises du secteur du tourisme à faible intensité capitalistique, leader sur leur segment et bénéficiant de fortes barrières à l'entrée.

L'anticipation d'une maîtrise de l'épidémie de COVID nous a également amené à renforcer notre exposition aux entreprises technologiques dans le secteur médical qui avait souffert de la baisse des opérations chirurgicales dites non-essentiels.

Notre cœur de portefeuille reste quant à lui concentré sur des entreprises indépendantes du cycle dont la croissance repose sur des tendances séculaires. La plupart de ces entreprises ayant connu un beau parcours boursier, nous avons pris des bénéfices comme par exemple sur nos entreprises de paiements électroniques. Nous avons recyclé ces liquidités sur des entreprises encore excessivement négligées par le consensus selon nous, comme certains leaders de l'automobile européens ou coréens qui sont en train d'opérer une transition vers les voitures électriques leur offrant un relai de performance durable pour les prochaines années. Cette thématique des véhicules électriques est également présente dans notre portefeuille à travers des « pure player » chinois et des fabricants de batterie coréens.

Pour préparer 2021, nous conservons donc un portefeuille axé sur des entreprises bénéficiant d'une croissance visible dans les secteurs de la technologie, consommation et santé que nous équilibrons avec des entreprises ayant des fondamentaux solides mais ayant connu une chute temporaire de leur activité à cause de la crise.

Obligations

Les avancées sur le vaccin et la visibilité accrue post-élections américaines ont entraîné un fort rallye des actifs risqués tels que le crédit, les emprunts d'Etat européens non-cœurs et la dette émergente. Les emprunts cœurs sont quant à eux restés relativement stables, ancrés à des niveaux très bas par l'action (effective et anticipée) des Banques centrales. En cette fin d'année 2020, les marchés sont revenus proches de leurs niveaux de valorisation pré-crise sur plusieurs segments de marché. Cependant, le retour à la normalité pourrait exacerber l'effet des différences de fondamentaux entre les émetteurs. Dans cet environnement, nous conservons une préférence pour les obligations privées avec trois thématiques fortes en portefeuille : la réouverture des économies (compagnies aériennes, aéronautique, tourisme), l'énergie et les financières (principalement sur les subordonnées) qui représentent la majorité de l'exposition crédit.

Sur les emprunts d'Etat cœurs, les niveaux extrêmement faibles offrent peu d'opportunités malgré des politiques monétaires qui devraient rester très accommodantes. Ainsi, notre exposition aux emprunts d'Etat américains reste limitée. Sur les dettes dites périphériques, nous avons réalisé des prises de bénéfices partielles sur l'Italie, après un très beau parcours sur les dernières semaines.

L'univers émergent quant à lui offre des opportunités qui restent néanmoins partiellement conditionnées à un affaiblissement du dollar. Dans ce contexte, notre positionnement reste diversifié et sélectif. Par exemple, la dette externe roumaine libellée en euros continue d'offrir des marges de crédit attractives pour un pays bénéficiaire du fonds de relance européenne. Sur la dette locale, notre principale position reste sur la Chine qui offre des taux réels à des niveaux élevés et une Banque centrale qui dispose de marges de manœuvre pour assouplir davantage sa politique. Enfin, les devises émergentes nous semblent constituer également des moteurs de performance intéressants, à l'image du rouble.

Ceci est un document publicitaire. Cet article ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement. Les informations contenues dans cet article peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment.