Voyage en terres inconnues

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
8 Juillet 2020

Longueur
8 minute(s) de lecture

Les investisseurs ont l'habitude de gérer l'incertitude, qui constitue le matériau même des marchés, animés par l'anticipation toujours hypothétique de l'avenir. Toutefois, les six derniers mois ont porté cette incertitude dans des contrées radicalement nouvelles à plus d'un titre. Plutôt que s'en effrayer, il nous semble possible de l'analyser rationnellement et ainsi d'en prendre la mesure. C'est le fondement même de la gestion des risques.

Rappel sur la logique des marchés

La dynamique générale des marchés financiers depuis le début de l'année ne devrait plus être aujourd'hui sujet à controverse : la trajectoire des marchés actions a suivi d'abord la violence hors norme du choc économique issu des mesures d'endiguement de la pandémie de Covid-19, puis la mobilisation sans précédent des gouvernements et des banques centrales.

Le comportement des marchés dans l'immédiat se nourrit de la même logique à l'œuvre depuis dix ans

Les gouvernements ont pris en charge l'essentiel de la détresse financière immédiate du secteur privé au prix d'un accroissement supplémentaire des déficits publics, tandis que les banques centrales se sont employées à créer autant de monnaie que nécessaire pour financer cette envolée des taux d'endettement, publics et privés. Les incertitudes ne manquent pas à l'issue de ce tour de force et la perception d'une déconnection excessive entre économie réelle et marchés financiers rend beaucoup d'investisseurs légitimement méfiants. Néanmoins, le comportement des marchés dans l'immédiat ne devrait pas surprendre. Il se nourrit de la même logique à l'œuvre depuis dix ans, qui repose sur trois arguments principaux :

1) la faiblesse de la demande réelle des consommateurs dans des économies affaiblies renforce les pressions déflationnistes structurelles et exclut ainsi tout risque d'inflation des prix à la consommation. Par conséquent, la seule inflation que puisse nourrir le déversement surabondant de liquidités par les banques centrales est celle du prix des actifs financiers.

2) La prévalence évidente des incertitudes maintient les banques centrales en état d'alerte et entretient la confiance dans leur prompte intervention en cas de besoin.

3) Le scepticisme ambiant des investisseurs évite lui-même la formation de ce qui serait une bulle dangereusement spéculative, comme on en a connu lors de périodes de confiance excessive. Le positionnement des investisseurs demeure aujourd'hui globalement prudent, ce qui constitue un facteur de soutien pour les marchés.

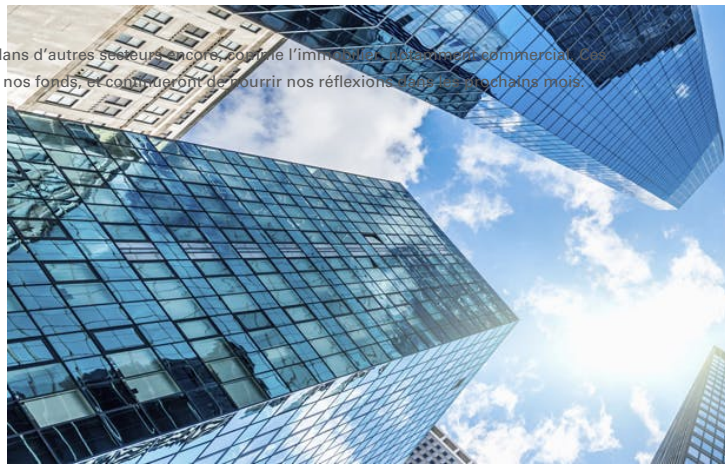
Cette incertitude conjoncturelle que les marchés ont si bien appris à apprivoiser masque néanmoins aujourd'hui l'émergence d'autres incertitudes autrement plus profondes, qu'il ne nous semble pas trop tôt d'intégrer dans notre réflexion, à défaut de pouvoir d'ores et déjà les lever.

L'inconnue sanitaire

La première grande incertitude est naturellement d'ordre sanitaire : la persistance active de la pandémie, en particulier aux États-Unis et dans certains pays émergents, voire son éventuelle recrudescence globale (on ne sait rien aujourd'hui de possibles nouvelles vagues tant que le virus n'a pas été éradiqué) constitue un contexte radicalement nouveau. Jamais probablement un virus n'aura été l'objet d'autant de recherche globalement, et pourtant on ne sait toujours pas si et quand un vaccin pourra être produit. Sa découverte rapide, puis sa mise en production de masse donnerait certainement un coup de fouet salutaire à la confiance des consommateurs.

Des secteurs économiques entiers vont devoir s'adapter à des changements désormais durables

Mais même si le génie humain parvient à élaborer rapidement une parade efficace à la menace infectieuse, il nous semble que des secteurs économiques entiers vont devoir s'adapter à des changements désormais durables dans la façon dont les personnes travaillent, communiquent, s'informent, se divertissent et consomment. L'ajustement à ces mutations profondes pourrait engendrer des pressions récessives considérables dans certains secteurs (on pense immédiatement aux médias traditionnels, aux transports, aux loisirs de masse) et provoquer au contraire une accélération de la croissance bénéficiaire dans d'autres (décollage du taux d'adoption du commerce en ligne, bouleversement de la façon dont les contenus media sont produits et consommés, etc.).



Ces phénomènes pourraient en retour engendrer des ondes de choc très perturbatrices dans d'autres secteurs encore, comme l'immobilier résidentiel et commercial. Ces considérations sont déjà reflétées dans les positionnements sectoriels et thématiques de nos fonds, et continueront de nourrir nos réflexions dans les prochains mois.

L'inconnue économique

La seconde grande incertitude tient aux ramifications de déficits budgétaires colossaux, qui augmentent les taux d'endettement dans un contexte de croissance économique extrêmement précaire. L'aléa moral atteint des sommets inégalés (s'il suffit d'imprimer de la monnaie pour financer des déficits, alors « tout est permis » aurait dit Ivan Karamazov). Le scénario central retenu par les marchés à ce jour est que l'économie mondiale est aujourd'hui engagée dans une « japonisation » générale, qui a pour principales composantes une croissance nominale très faible assortie de niveaux d'endettement stratosphériques, combinaison rendue possible grâce à des taux d'épargne très élevés et des bilans de banques centrales surchargés de dette publique (et bientôt privée). L'hypothèse du maintien de taux d'intérêt très bas, condition essentielle à la pérennité d'un tel édifice, est rendue crédible par l'écart de production historique (« l'output gap ») entre d'une part le niveau d'activité actuel très affaibli par la crise, et d'autre part celui qui prévaudrait si l'économie était à son potentiel, écart qui évacue tout risque d'inflation par la demande à un horizon prévisible.

L'effondrement économique de ce début d'année produit néanmoins un autre phénomène d'ampleur inédite à un moment qui n'est pas anodin : le retour spectaculaire de l'État-providence sous la pression des circonstances intervient au moment où les graines d'une remise en cause d'un système économique libéral mondialisé issu des années 1980 avaient commencé à germer. Non seulement les démons du protectionnisme relèvent la tête, mais aussi l'opinion publique, notamment aux États-Unis, est de plus en plus rebelle au constat que depuis des décennies une grande majorité de la population ne bénéficie pas de revenus suffisants pour constituer une épargne de précaution, alors que la Bourse a retrouvé ses plus hauts niveaux.

L'augmentation des inégalités nourrie par la hausse des seuls actifs financiers et non des salaires est devenue une source de rébellion sociale d'une ampleur grandissante, qui pourrait lors de la prochaine présidentielle américaine de novembre gonfler les voiles non plus du populisme libéral, qui a déjà déçu, mais plutôt celles d'un interventionnisme assumé visant un renforcement du secteur public et une redistribution beaucoup plus large de la production de richesse. L'appel de quelques-uns pour un retour à l'orthodoxie financière (minorité républicaine aux États-Unis, pays du Nord en Europe) suite à l'immense dérapage des finances publiques dans la plupart des grands pays se voit opposer le constat d'un bilan économiquement piteux et socialement injuste des politiques d'austérité. La pression sociale ainsi que l'augmentation prévisible des faillites d'entreprises dans les prochains mois sont susceptibles de maintenir les pouvoirs publics dans l'obligation d'une intervention toujours grandissante, au prix de déficits budgétaires que les banques centrales devront inévitablement monétiser.

Cette pression n'est certes pas dénuée d'effets vertueux : elle est ainsi déjà motrice d'un resserrement de l'Union européenne, auquel l'Allemagne a dû se convertir, confrontée à l'évidence qu'aucun pays n'est de taille à affronter seul ce défi majeur de préserver la croissance dans un monde considérablement fragilisé. Elle pourrait aussi du même coup lever beaucoup des réserves qui freinaient le financement de grands programmes d'investissement, notamment dans le domaine crucial de la défense de l'environnement. L'impératif d'intégration européenne et l'avènement à grande échelle de l'investissement responsable constituent par conséquent des thèmes renforcés par les circonstances, et que nous avons intégrés dans nos constructions de portefeuille.

Toutefois, à un horizon difficile à estimer aujourd'hui, la limite de l'exercice risque d'être imposée par la confiance que les monnaies si généreusement dispensées seront encore capables d'inspirer aux investisseurs. Dans le jeu à somme nulle que constitue la concurrence entre les monnaies, il serait présomptueux aujourd'hui d'annoncer d'ores et déjà le vainqueur, le dollar présentant un peu moins chaque jour ses qualités historiques de monnaie refuge. C'est donc le risque d'une défiance plus générale à l'égard des grandes monnaies qu'il y a lieu selon nous de gérer. Nous conservons par conséquent très peu de risques de change dans nos portefeuilles, et nos positions sur les valeurs aurifères répondent au risque de scénario limite sur les monnaies papiers. Et dans le cas où cette inflexion de régime économique s'accompagnerait de la perception d'un changement corrélatif du régime d'inflation, même s'il peut sembler lointain aujourd'hui, alors le prix de l'or ne s'en porterait que mieux par écrasement des taux réels.

Comme tout traumatisme majeur, cette crise sanitaire mutée en crise économique constitue un révélateur implacable de fragilités. Elle souligne la valeur et la nécessité d'une gestion des risques robuste. Elle agit également comme un accélérateur considérable de l'histoire à maints égards. Dans cette précipitation, les acteurs les mieux adaptés à cette nouvelle dynamique verront leur avantage renforcé. L'enjeu des prochains mois consistera à naviguer à travers l'instabilité attendue des marchés, tout en gardant le cap sur les vainqueurs de demain.

Source : Carmignac, Bloomberg, 30/06/2020

Stratégie d'investissement

Actions

Le secteur de la technologie et plus largement les valeurs dites de croissance séculaire continuent de tirer le marché actions, soutenant la performance de nos Fonds actions très largement exposés à ce type d'entreprises. Cette crise du Covid-19 a mis en exergue la capacité de ces entreprises, notamment celles liées à la digitalisation, à ne pas dépendre de l'évolution de la croissance globale pour pouvoir continuer à se développer, justifiant une prime à la croissance. Par ailleurs, la structure de leurs marges leur permet une flexibilité, indispensable dans cette période, en étant capables d'augmenter rapidement le volume de leurs activités sans pour autant avoir besoin d'un apport supplémentaire de capital – ou alors, au contraire les revoir à la baisse sans avoir à supporter des coûts fixes trop élevés.

Un autre élément important des dernières semaines a été le rebond significatif du marché actions européen. Cette performance se justifie par la réponse adéquate et coordonnée offerte par la Commission européenne, la Banque centrale et les gouvernements qui a permis d'offrir de la visibilité au sein de la zone. Dans ce contexte, nous avons donc renforcé notre exposition à travers des entreprises cycliques de qualité et des positions dérivées sur indices bancaires.

À la veille du début de la saison de résultats du deuxième trimestre, les marchés semblent avoir déjà intégré une partie des mauvaises nouvelles. Notre point d'attention se porte donc dès maintenant sur 2021 où les attentes nous semblent élevées (proches de celles de 2019). Cette situation nous incite à la prudence dans notre sélection de valeurs ainsi que dans notre construction de portefeuille.

Obligations

Le crédit et les emprunts d'État non-cœur de la zone euro se sont très bien comportés au mois de juin. En Europe, les autorités monétaires et budgétaires semblent se montrer à la hauteur du défi auquel elles font face, en déclenchant une réponse adéquate et concomitante – avec des mesures de relance annoncées par un nombre grandissant d'États et une Banque centrale européenne très active. Les marchés obligataires font donc maintenant face à deux forces opposées nous incitant à un équilibre des portefeuilles : d'un côté la perspective d'un régime déflationniste marqué par davantage de défauts de paiements, aujourd'hui repoussé mais pas évité, et de l'autre, le risque reflationniste porté par l'action sans précédent des banques centrales et des gouvernements. Par conséquent, nous avons une exposition sélective aux actifs risqués principalement au sein du marché du crédit et sur la dette souveraine italienne. Ceux-ci sont contrebalancés par des liquidités et par un portefeuille actions capables de bien se comporter dans un contexte de croissance faible.

L'Italie bénéficie d'un contexte plus porteur. Tout d'abord, l'augmentation du programme PEPP permet désormais à la BCE d'absorber l'intégralité des émissions gouvernementales nettes d'ici la fin de l'année. Ensuite, l'arbitrage offert aux banques permettant d'emprunter à -1% via les TLTRO va les conduire à investir à des taux supérieurs au sein des obligations souveraines. Et enfin, la mise en place inéluctable d'un fonds de relance à l'échelle européenne. Ces mesures devraient à l'unisson conduire à davantage de normalisation des marges de crédit italiennes.

Au sein des obligations privées, notre portefeuille se construit autour de 3 thématiques : les maturités courtes principalement notées « investment grade », les obligations du secteur bancaire et les entreprises excessivement pénalisées par la crise du Covid-19. Enfin, dans le monde émergent, nous préférons éviter une exposition indifférenciée à la classe d'actifs dans l'attente de plus de visibilité sur l'orientation du dollar, et préférons nous concentrer sur quelques opportunités très spécifiques (Roumanie, Mexique).

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.