Une énigme de près de dix ans en voie de résolution

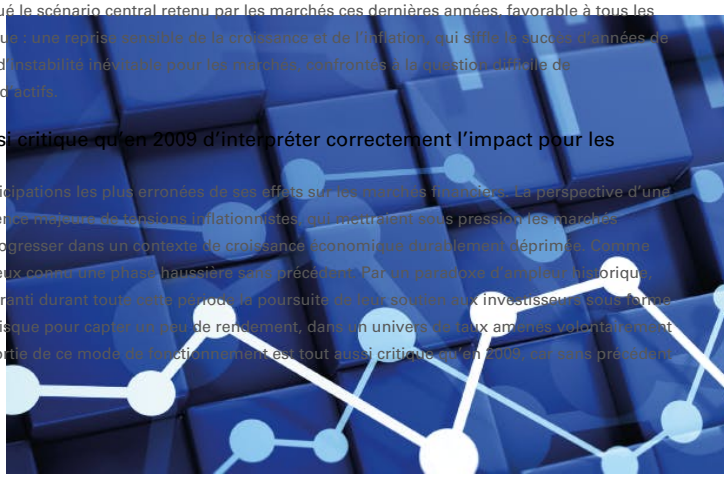
Mars 2018

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
5 Mars 2018

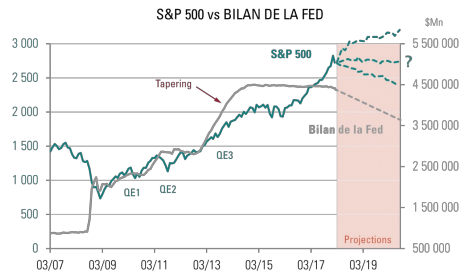
Longueur
7 minute(s) de lecture

Depuis les premiers jours de 2009 où les Banques centrales des pays développés commencèrent à se lancer à corps perdu dans des politiques monétaires ultra-accommodantes, la question était posée de l'issue de celles-ci. Une rechute ultime de la croissance et de l'inflation aurait signifié un échec cuisant de ces politiques, et donc certainement une crise de confiance destructrice pour les marchés. Cette option est écartée aujourd'hui. Des niveaux de croissance et d'inflation hors des zones de danger mais toujours trop faibles, justifiant une poursuite à l'infini de politiques monétaires très accommodantes, a constitué le scénario central retenu par les marchés ces dernières années, favorable à tous les actifs financiers. Finalement, 2018 s'ouvre sur un dénouement a priori heureux de l'intrigue : une reprise sensible de la croissance et de l'inflation, qui siffle le succès d'années de volontarisme monétaire, lequel peut donc prendre fin. S'en suit néanmoins une période d'instabilité inévitable pour les marchés, confrontés à la question difficile de l'interprétation qu'il faut faire de cette issue dans ses ramifications sur toutes les classes d'actifs.



Les investisseurs sont confrontés aujourd'hui à une difficulté toute aussi critique qu'en 2009 d'interpréter correctement l'impact pour les marchés de l'entrée dans un nouveau régime de liquidités.

En 2009, l'entrée en territoire inconnu des politiques monétaires avait donné lieu aux anticipations les plus erronées de ses effets sur les marchés financiers. La perspective d'une création monétaire hors norme avait fait craindre à beaucoup d'économistes une résurgence majeure de tensions inflationnistes qui mettaient sous pression les marchés obligataires. Dans le même temps, les marchés actions ne pourraient soi-disant guère progresser dans un contexte de croissance économique durablement déprimée. Comme chacun sait, il s'en est agi tout autrement. Les marchés actions et obligataires ont tous deux connu une phase haussière sans précédent. Par un paradoxe d'ampleur historique, l'échec à longueur d'années des Banques centrales à relancer croissance et inflation a garanti durant toute cette période la poursuite de leur soutien aux investisseurs sous forme de liquidités abondantes. Ce faisant, elles les encourageaient à augmenter leur prise de risque pour capter un peu de rendement, dans un univers de taux amenés volontairement à des niveaux de plus en plus bas. Devoir anticiper maintenant les conséquences de la sortie de ce mode de fonctionnement est tout aussi critique qu'en 2009, car sans précédent également.



Source : Bloomberg, Carmignac, 28/02/2018

Jusqu'à présent, le consensus s'est aligné sur une sortie « par le haut » pour les marchés actions.

Les résultats par actions pour 2018 sont attendus en hausse de 18,4% aux États-Unis, et de 7,5% en zone euro

Aux États-Unis, la réforme fiscale votée à la fin de l'année dernière fait espérer un surcroit d'activité. En moyenne, les estimations de croissance économique pour 2018 avoisinent désormais les 3%, avec une inflation supérieure à 2%. En zone euro, la croissance économique est attendue à environ 2,5%, même si le rythme d'inflation n'est pas attendu à plus de 1,5% sur l'année. Grace à cet environnement toujours porteur, les prévisions de croissance des résultats des entreprises pour 2018 ont continué d'être relevées en ce début d'année (+18,4% attendu désormais aux États-Unis, +7,5% en zone euro). Cette dynamique relative explique que les marchés actions américains, en particulier le secteur technologique, aient d'abord maintenu leur progression en dépit des tensions désormais avérées sur les taux, et au passage continuent de distancer les marchés européens. Mais ce consensus va être confronté à deux défis, distincts, à court et moyen terme.

A court terme, les marchés obligataires vont continuer de constituer une source d'instabilité.

Les rendements des emprunts d'État américains, japonais et allemands, comprimés pendant des années par l'intervention des Banques centrales, sont désormais rentrés dans la délicate phase de convergence vers la réalité des prix de marché. Cet ajustement ne sera pas un long fleuve tranquille, les marchés naviguant à vue dans leur lecture de la dynamique économique, des résurgences d'inflation, et de la fonction de réaction des Banques centrales. Il ressort notamment de l'analyse de la réforme fiscale américaine qu'elle va creuser les besoins de financement du Trésor américain, au moment même où la Fed commence elle-même à renverser son concours aux liquidités disponibles, en réduisant son stock d'emprunts d'État en portefeuille.

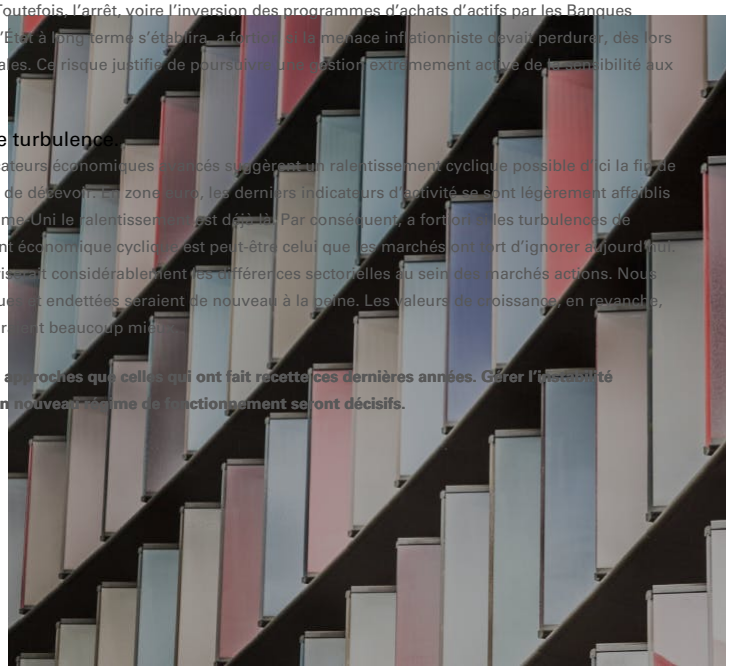
Quantifier l'impact net sur les rendements des emprunts d'État de ce bouleversement de l'équilibre entre offre et demande va constituer l'un des enjeux principaux des prochains mois. Il sera d'autant plus source d'instabilité pour les marchés actions que sa lecture sera polluée par de nouvelles craintes d'inflation aux États-Unis, nourries par des effets de base défavorables et de bons chiffres sur les salaires, par une résurgence des tentations protectionnistes de l'administration Trump, ainsi que par des reliquats d'incertitudes politiques en Italie et en Allemagne. Enfin, la taille des encours atteints par les gestions passives et algorithmiques est de nature à exacerber l'amplitude des mouvements erratiques des marchés.

A l'issue de cette période d'instabilité, se posera encore la question du prochain régime de marchés.

Les déséquilibres accumulés depuis dix ans posent des questions majeures d'ajustement

Les déséquilibres accumulés depuis dix ans posent des questions majeures d'ajustement. Le niveau d'endettement des États, mais aussi du secteur privé qui a globalement profité des taux bas pour augmenter le recours aux effets de levier financiers, est plus élevé aujourd'hui qu'au lendemain de la grande crise financière de 2008 : environ 250% du PIB, par exemple, pour l'ensemble de l'économie américaine, 200% pour le seul gouvernement japonais. En zone euro, l'endettement public était de 72,8% en 2009, il est aujourd'hui de 83,2%. Pour l'instant l'anticipation d'une résurgence inflationniste qui accompagne l'embellie économique présente l'avantage d'amoindrir le coût réel de la dette et renforce l'attrait des marchés actions comme rempart contre l'érosion monétaire.

De ce point de vue, le risque principal réside dans la réaction des Banques centrales, et notamment de la Fed, si elles devaient durcir excessivement leurs politiques monétaires. Les marchés font pour l'instant le pari que les Banques centrales auront la sagesse de maintenir des taux réels faibles voire négatifs, quitte à prendre du retard sur la hausse de l'inflation, afin de ne pas faire s'effondrer l'édifice obligataire. Ce pari semble rationnel. Toutefois, l'arrêt, voire l'inversion des programmes d'achats d'actifs par les Banques centrales sont planifiés. Et nul ne sait en vérité où le prix d'équilibre pour les emprunts d'État à long terme s'établira, à fortiori si la menace inflationniste devait perdurer, dès lors que la demande des investisseurs privés aura dû se substituer à celle des Banques centrales. Ce risque justifie de poursuivre une gestion extrêmement active de la sensibilité aux taux d'intérêt.



Mais un autre scénario nous semble se profiler au-delà de la période de turbulence.

Le cycle économique américain est déjà très mûr. En dépit de la réforme fiscale, les indicateurs économiques avancés suggèrent un ralentissement cyclique possible d'ici la fin de l'année. En Chine, les indicateurs d'activité industrielle (indice PMI pour février) viennent de décevoir. En zone euro, les derniers indicateurs d'activité se sont légèrement affaiblis pour la première fois depuis 2016 (confiance des consommateurs, indice PMI). Au Royaume-Uni le ralentissement est déjà là. Par conséquent, à fortiori si les turbulences de marché devaient écorner davantage la confiance générale, le scénario d'un ralentissement économique cyclique est peut-être celui que les marchés ont tort d'ignorer aujourd'hui. Il limiterait le risque d'une correction plus profonde sur le marché obligataire, mais polariserait considérablement les différences sectorielles au sein des marchés actions. Nous rentrerions de nouveau dans un environnement de croissance rare, où les valeurs cycliques, et endettées seraient de nouveau à la peine. Les valeurs de croissance, en revanche, aux bilans solides et à forte visibilité, surreprésentées sur le marché américain, s'en sortiraient beaucoup mieux.

Une stratégie d'investissement performante va devoir désormais s'appuyer sur d'autres approches que celles qui ont fait recette ces dernières années. Gérer l'instabilité naissante des marchés, et configurer correctement les portefeuilles pour l'entrée dans un nouveau régime de fonctionnement seront décisifs.

Source : Bloomberg, 03/03/2018

Stratégie d'investissement

Les actions

Après un début d'année en fanfare, les marchés actions ont connu une baisse en février. La remontée des taux, plus que des craintes sur les perspectives économiques, explique la correction ainsi que le pic de volatilité enregistrés au cours du mois écoulé. Des États-Unis à l'Europe au Japon en passant par les émergents, toutes les zones se sont inscrites uniformément en rouge. Les divergences sectorielles ont en revanche été très marquées. Les secteurs vulnérables à une hausse des taux d'intérêt comme les services aux collectivités, l'immobilier ou les télécoms ont fortement souffert, alors que les secteurs positivement corrélés aux taux d'intérêt comme les valeurs financières ont progressé.

Notre allocation sectorielle faisant la part belle aux valeurs technologiques s'est très bien comportée dans cet environnement. Compte tenu de leurs bilans et de leur profil de croissance bénéficiaire, les valeurs technologiques présentent en effet une sensibilité réduite aux variations des rendements obligataires. Le taux d'exposition en actions de nos Fonds globaux a été géré très activement, et va continuer de l'être dans la période d'instabilité qui s'est ouverte.

Les taux

Les taux américains ont continué de se tendre en février après leur forte hausse de janvier. Les taux à 10 ans ont légèrement plus progressé que les taux à 5 ans, permettant à la courbe des taux de se re-pentifier raisonnablement et de réduire les craintes de récession. Les taux allemands ont pour leur part marqué une pause dans leur progression tandis que certains taux périphériques européens connaissaient un regain de volatilité. Les primes de rendements sur le crédit ont enfin continué de se tendre modérément.

Notre construction de portefeuille prudente et équilibrée, avec une sensibilité globale faible et une exposition réduite et sélective au crédit, nous a permis d'absorber les contrecoups des marchés obligataires. Nous maintenons notre stratégie d'arbitrage visant à capturer des primes de risque obligataires tout en nous protégeant de la remontée des taux : nous sommes ainsi toujours acheteurs des obligations périphériques européennes (Italie, Espagne, Portugal et Grèce) et émergentes (principalement en Amérique latine), et vendeurs des emprunts souverains « cœur » des États-Unis et d'Allemagne. Nous avons réduit notre risque en fin de mois en réduisant l'ensemble de nos positions.

Les devises

Si l'euro a marqué une pause dans son appréciation face au dollar en février (après plus de 3% de gain en janvier dernier), le yen a continué sur sa lancée. La devise japonaise a ainsi gagné plus de 5% face au dollar depuis le début de l'année et tangente désormais le seuil technique des 106 yens par dollar américain, un niveau clé pour les couvertures de change des grandes entreprises exportatrices nippones.

Notre stratégie de change, calibrée pour une exposition faible au dollar, et faisant une belle place au yen aux côtés de l'euro, a donc contribué positivement à notre performance globale depuis le début de l'année.

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.