



Équilibre instable



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
9 Avril 2021

Longueur
8 minute(s) de lecture

*A destination des investisseurs professionnels uniquement.
Ne convient pas aux investisseurs particuliers en Belgique.*

La problématique qui relie marchés actions et taux d'intérêt étant établie (voir notre [Note de mars](#) « Comprendre l'enjeu de la hausse des taux d'intérêt pour les marchés »), il s'agit maintenant d'en anticiper l'évolution. L'observation des informations nouvelles fournies par le mois de mars confirme pour l'instant le risque d'un scénario de dérapage supplémentaire des taux obligataires, et donc d'une nouvelle période de volatilité correspondante des marchés actions. Mais ce risque est nuancé par le chemin déjà parcouru et par plusieurs forces de rappel qui s'opposent à la poursuite d'une expansion économique débridée au-delà du court terme. Dans l'immédiat, c'est donc toujours plutôt la possibilité d'une période d'instabilité pour les marchés qu'il nous semble prioritaire de gérer, afin de pouvoir conserver en portefeuille le fort potentiel de nos investissements de long terme. Les données que fourniront les mois prochains, tant économiques que politiques, pourraient être décisives dans la cristallisation d'une nouvelle tendance pour les marchés.

Les retards accumulés par l'Europe dans sa dynamique de vaccination lui coûtent cher aujourd'hui

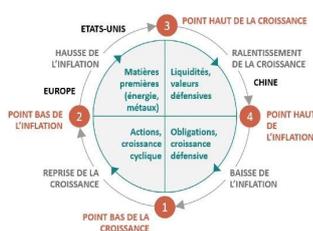
Le scénario d'une surchauffe de l'économie américaine toujours d'actualité

Les États-Unis n'échappent pas depuis quelques semaines à une recrudescence des cas de contamination, due à la propagation de variants du coronavirus, beaucoup plus virulents. Mais grâce aux progrès réalisés dans leur programme de vaccination, qui se poursuit aujourd'hui à la cadence de 0,2% de la population par jour, cette détérioration de la situation sanitaire est beaucoup plus limitée qu'en Europe et dans le monde émergent (hors Chine). Aussi le nombre d'hospitalisations n'augmente pas. En conséquence, l'économie américaine est déjà en pleine phase de réouverture au moment où les chèques de subventions aux ménages prévus par le plan de sauvetage de l'Administration Biden ont commencé à être distribués. Nous estimons à 50% environ le taux de reprise d'activité dans les secteurs précédemment gelés, comme la restauration, l'hôtellerie, le transport aérien et les loisirs. Les données à haute fréquence suggèrent par ailleurs un affermissement continu du marché de l'emploi dans la plupart des États américains. La dynamique devrait donc se poursuivre et une croissance du PIB américain supérieure à 7% en 2021 est désormais plausible. De ce point de vue, les retards accumulés par l'Europe dans la mise en mouvement de la dynamique de vaccination lui coûtent cher aujourd'hui du fait de l'imposition de nouvelles restrictions à l'activité économique, inévitables pendant encore plusieurs mois. La croissance européenne pourra difficilement dépasser 4% cette année, malgré un effet de base particulièrement favorable. Cette différence de dynamisme économique explique certainement pour une bonne part que le dollar se soit affermi depuis le début de cette année, en dépit de l'aggravation des déficits américains. Cette conjonction aux États-Unis entre une demande de consommation longtemps comprimée qui peut enfin être assouvie et un programme de soutien budgétaire apparemment sans limites nourrit le scénario d'une surchauffe possible, c'est-à-dire d'une croissance accompagnée de tensions inflationnistes.

Les banques centrales face à un dilemme

Comme nous l'avons expliqué dans notre Note de mars, la Fed est en quelque sorte confrontée au choix de Sophie : devoir trancher entre le risque de surchauffe et celui de retournement des marchés, ou pour le dire de façon plus emphatique, entre le principe de respecter les priorités d'un gouvernement démocratiquement élu, et le devoir de garantir la stabilité du système financier. Car il ne faut pas s'y tromper, la détermination de l'Administration Biden est extrêmement forte pour faire passer maintenant son plan de relance (American Jobs Plan) de 2 000 milliards de dollars, auquel s'ajoutera rapidement un plan de dépenses sociales de 1 000 milliards de dollars additionnels. Les montants en jeu sont de nouveau sans précédent, et l'impératif politique de soutenir la croissance économique au moins jusqu'aux élections de mi-mandat à la fin de 2022 augure d'une poursuite de ce volontarisme budgétaire l'an prochain. En retardant le resserrement de sa politique monétaire dans une telle situation, la Fed alimente la crainte d'une surchauffe inflationniste à terme et contribue ainsi à la hausse des taux longs. Les investisseurs craignent en effet, à bon droit, que l'inflation transitoire provoquée cette année par les effets de base, la reprise de la demande ainsi que les goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement ne soit prolongée en raison de l'augmentation des revenus des consommateurs et de la baisse du chômage, objectifs que vise explicitement le plan de relance. **L'hypothèse d'une prolongation de la hausse des taux longs constitue un risque non seulement pour la valorisation des actifs financiers, mais aussi pour plusieurs secteurs d'activité, à commencer par l'immobilier.** La pression est donc forte sur la Fed pour qu'elle avance son calendrier de resserrement monétaire (réduction des achats d'actifs mensuels et remontée des taux directeurs). Mais un tel resserrement ne manquerait pas, lui, de faire remonter les taux d'intérêt de marché à plus court terme, générant du même coup un risque de nature similaire pour les marchés, voire pour l'activité économique elle-même. **Cette situation cornélienne justifie pour nous une gestion très active dans nos portefeuilles obligataires du risque de hausse des taux d'intérêt.**

Cycles économiques et rotation sectorielle



Source : Bloomberg, OECD, Carmignac, 15/02/2021

De ce point de vue, le retard de l'Europe dans le cycle économique (qu'expliquent non seulement les ratés dans la politique vaccinale, mais aussi la modestie des plans de relance par rapport à ceux des États-Unis) a au moins présenté jusqu'à présent l'avantage de générer moins de tensions sur les taux d'intérêt. **Paradoxalement, cette position de retardataire explique ainsi également la surperformance récente des marchés actions européens, et en particulier des secteurs cycliques.** Mais les marchés et l'économie sont des phénomènes globaux, et on ne saurait sous-estimer aujourd'hui la probabilité d'un rattrapage de l'Europe en dépit des freins structurels, a fortiori avec l'accélération tant attendue du rythme des vaccinations. **Nous sommes donc devenus plus prudents récemment sur les marchés de taux européens.**

Comme à la fin des années 1960, l'Amérique entreprend aujourd'hui un tournant radical de sa politique économique

Des marchés en équilibre instable

Dans l'immédiat, l'enthousiasme suscité par le rebond économique l'emporte dans la psychologie des investisseurs sur les risques de surchauffe, de dérapage durable de l'inflation, et de hausse excessive des taux d'intérêt, qui peuvent légitimement sembler un peu éphémères, surtout vus d'Europe. De plus, le chemin parcouru est déjà spectaculaire – les actions cycliques ont largement surperformé récemment, et ce premier trimestre a été le pire pour les emprunts d'État américains à 30 ans depuis 1919 ! Par ailleurs, les forces structurelles de désinflation que constituent la démographie, le surendettement et les ruptures technologiques demeurent puissantes. Ces derniers ont même certainement été renforcés par la crise du Covid. Nous expliquons le mois passé que ces facteurs de modération justifient le maintien, aux côtés d'un positionnement tactique sur certains secteurs favorisés par la reprise économique, d'une allocation importante aux valeurs de technologie de grande qualité, dont la croissance financière à moyen terme offre une excellente visibilité, à des valorisations redevenues très raisonnables. Mais il nous semble que le fait que des décennaires de retard, de ne pas avoir la possibilité que le souffle donné à l'économie américaine change le paradigme des dix dernières années, a contribué à la fin des années 1960, l'Amérique entreprend aujourd'hui un tournant proprement radical de sa politique économique. **D'ailleurs, comme à cette époque, quand l'isolationnisme américain ne suffit plus à masquer l'énormité des déficits accumulés, le dollar pourrait ultimement en faire les frais, au bénéfice du monde émergent.** C'est donc le poids des contraintes de portefeuilles, appuyés sur les convictions de long terme, dont certaines, comme la transition énergétique, sont mêmes renforcées par l'attention médiatique américaine, et une surveillance très attentive à l'accumulation des déséquilibres de marchés qui continueront de caractériser notre gestion dans les prochains mois.



Stratégie d'investissement

Actions

Aux Etats-Unis, la reprise du cycle s'accélère sur fond de plans de relance, de politique monétaire accommodante et de réouverture de l'économie. Sans surprise, cet environnement a soutenu les secteurs les plus cycliques, à l'image des matières premières et des banques. En revanche, la hausse des taux d'intérêt a continué de pénaliser les valeurs affichant les multiples les plus élevés.

Les effets positifs de cet emballement de l'économie américaine nous semblant largement pris en compte par le marché, nous avons conservé un profil de risque du portefeuille actions prudent en vendant certains titres sur lesquels notre conviction était moindre. Cet environnement nous incite également à maintenir une allocation d'actifs autour d'entreprises dont la croissance bénéficiaire à moyen terme offre de la visibilité, notamment grâce à une forte capacité à contrôler leurs marges - notamment en cas de hausse de l'inflation. Ces sociétés profitent généralement de tendances structurelles, à l'image de la transformation digitale des entreprises. Les dépenses liées à la technologie en pourcentage du PIB américain devraient doubler dans la prochaine décennie offrant ainsi une croissance de moyen terme attractive pour certaines entreprises de logiciel ou du cloud.

Ces thématiques de long terme ne nous empêchent pas de maintenir une exposition tactique à des sociétés bénéficiaires de la réouverture de l'économie notamment en Europe. Son retard par rapport au cycle américain devrait offrir des perspectives attrayantes pour certains titres notamment dans le tourisme. De plus, les niveaux de taux plus faibles laissent à penser que ces marchés d'actions européens ont plus de capacité à absorber la prochaine jambe de hausse de taux/inflation si elle devait venir.

Le marché chinois s'est, quant à lui, replié au cours des derniers semaines, pénalisé par des prises de bénéfices et la montée de quelques incertitudes notamment concernant la relation sino-américaine. La position plus avancée dans le cycle de l'économie chinoise par rapport au reste du monde pourrait annoncer un ralentissement de l'économie dans les prochains mois, profitant ainsi aux valeurs à forte visibilité sur lesquelles nous sommes positionnés.

Obligations

La période récente a été marquée par une hausse continue des anticipations de croissance et d'inflation aux Etats-Unis. Celles-ci restent portées, à très court terme, par une remontée de l'inflation réalisée notamment grâce à de puissants effets de base liés à la chute des prix du pétrole et des secteurs les plus impactés par la crise. A cela s'ajoutent les perspectives de réouverture de l'économie américaine rendue possible par une campagne de vaccination extrêmement ambitieuse et efficace. Et à plus long terme, la relance budgétaire de l'administration Biden dont les proportions sont sans précédent, et une Réserve Fédérale qui malgré tout a une nouvelle fois confirmé maintenir sa politique hyper accommodante dans un avenir proche. Autant de facteurs qui ont amené les investisseurs à anticiper des taux nominaux et réels plus élevés, et à soutenir nos positions vendeuses sur les obligations américaines.

La situation européenne tant sur le plan vaccinal qu'économique reste nettement plus décevante, amenant les taux à surperformer leurs homologues américains. Néanmoins, nous pensons que l'Europe ne sera pas exempte des pressions reflationnistes à court terme, et l'arrivée massive de vaccins au second trimestre devrait être un élément fondamental de la réouverture du continent dans les mois à venir.

Ainsi, nous avons poursuivi la réduction du risque obligataire au sein du portefeuille et l'avons axé sur les segments retardataires dans la normalisation des taux. Nous avons donc vendu la majorité de nos positions sur les emprunts d'Etat périphériques européens. Nous avons également bénéficié de la relative stabilité du marché du crédit pour réduire notre exposition. En effet, les marges de crédit dans leur ensemble n'offrent que très peu de protection face à une forte remontée des taux. Nous avons principalement réduit nos positions sur les obligations subordonnées bancaires et dans le secteur du tourisme - qui se sont très bien comportées. Nous conservons un portefeuille d'emprunts privés extrêmement sélectif sur des titres spécifiquement liés à la réouverture des économies, et au secteur de l'énergie dont les niveaux de « spread » devraient permettre d'absorber une remontée de taux, voir même de bénéficier d'une hausse des prix.

Sur les obligations cœurs, nous maintenons une gestion très active. Afin de gérer le risque de hausse des taux d'intérêt, nous utilisons une large palette d'instruments à l'image de positions vendeuses sur les taux nominaux et réels ou des positions acheteuses d'anticipation d'inflation - avec une approche différenciée par courbe de taux visant à bénéficier du fait que les « grandes » économies sont à des étapes différentes du cycle. Ces positions se concentrent sur les Etats-Unis, le Royaume-Uni et dans une moindre mesure l'Allemagne.

Informations légales importantes

Ce document est publié par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "Carmignac" est une marque déposée. "Investing in your Interest" est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.