Éxuberance rationnelle ?

Juillet 2017

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Longueur
6 minute(s) de lecture

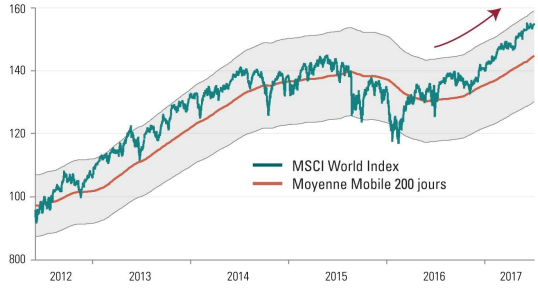
A destination des investisseurs professionnels uniquement.

Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.

L'optimisme des investisseurs continue de se nourrir de la perception d'une croissance économique globalement acceptable, quoique dernièrement un peu chancelante aux États-Unis, et toujours d'une grande confiance dans la sagesse des Banques centrales. Cet équilibre doré entre économies tièdes et politiques monétaires douces (voir la Carmignac's Note de juin « What Else ? ») leur permet depuis dix-huit mois maintenant de traverser avec sérénité tous les aléas, notamment politiques, tandis qu'il apaise leurs états d'âme sur les valorisations des marchés d'actions comme obligataires. Et si ces investisseurs « sentent » parfois que ce régime a déjà beaucoup duré, ils n'en sont que plus décidés à profiter de sa dernière phase. Cet optimisme général, que confirme le niveau historiquement bas de la volatilité de marché, exprime une grande confiance des marchés à l'égard de ce chemin de crête. Il est rationnel sur la base de la réduction du risque politique, aux États-Unis comme en Europe, la bonne tenue de l'économie globale, et la prudence annoncée des Banques centrales. Mais il devrait accorder plus d'attention aux nouvelles zones de fragilité qui l'entourent.

Parcours sans faute de la Fed

Depuis la préannonce de ses réductions d'achats d'actifs en 2013, qui avait provoqué un fort stress sur les marchés (souvenons-nous que le rendement des emprunts d'Etat américains avait presque doublé entre mai et septembre, passant de 1,6% à 3%), la conduite prudente par la Fed de ce durcissement progressif de sa politique monétaire a été bien absorbée par les marchés. Aujourd'hui, après quelques à-coups, les rendements de ces mêmes emprunts s'établissent à peu près à mi-chemin entre ces deux extrêmes récents. Et dans le même temps l'indice actions américain S&P 500 a continué de progresser, s'établissant aujourd'hui plus de 30% au-dessus de son niveau de début 2014.



Source: Bloomberg, 30/06/2017

S'agit-il d'un équilibre stable ?

Janet Yellen, après avoir relevé de 25 points de base, comme attendu, les taux directeurs de la Fed, a confirmé ce mois-ci de façon précise son intention de commencer à réduire la taille de son bilan avant la fin de l'année. Le rythme de cette décrue devrait être lent, mais la direction est tracée, ce qui réduit la marge de manœuvre de la Banque centrale (la Fed d'ailleurs dans sa communication récente insiste moins sur une stricte soumission aux données économiques pour déterminer le rythme de sa normalisation). Il s'agira d'une expérience sans précédent (comme l'avait été le début des achats d'actifs en mars 2009), à un moment où le cycle économique américain s'approche d'un point d'inflexion.

Les marchés vont devoir par conséquent anticiper les effets de cet évènement inédit sur toutes les classes d'actifs. Si l'économie américaine était encore en accélération, ou si l'on pouvait compter sur la mise en œuvre du plan Trump de relance budgétaire, ce retrait de liquidités par la Fed pourrait se traduire par une forte tension sur les taux longs américains, et une reprise du dollar. Mais le temps a passé : les réformes Trump prennent l'eau, et le cycle économique a dépassé son point haut. Par conséquent, le durcissement de la politique monétaire américaine sera probablement très progressif. Le risque de forte hausse des taux longs semble limité, et les valeurs de croissance devraient continuer de surperformer.

On notera que dans ce scénario, les marchés émergents devraient également continuer de faire relativement bonne figure, soutenus par des fondamentaux solides et débarrassés de la menace d'une appréciation forte du dollar.

Source : www.wealthmanagement.com

La différence européenne

> Une tension importante sur les taux sans risques et une appréciation trop rapide de l'euro constitueraient des obstacles importants à l'appréciation des marchés européens

Dans la zone euro, Mario Draghi a jusqu'à présent vaillamment résisté aux pressions de l'Allemagne et d'une partie des gouverneurs de la BCE pour un durcissement de sa politique monétaire. Le taux d'endettement de la zone, en particulier de certains pays comme l'Italie, requiert en effet que les taux nominaux restent bas. Toutefois, le détricotage du programme d'achats d'actifs dans quelques mois est inexorable (ne serait-ce que par épuisement du stock d'actifs financiers éligibles à l'achat par la BCE), et la reprise économique dans la zone le justifie, même en l'absence d'une résurgence d'inflation. Par conséquent, la Banque centrale européenne s'oriente elle aussi vers une politique moins accommodante, pour de bonnes raisons.

Cette perspective devrait contribuer à une correction du niveau excessivement bas des taux d'intérêt de la dette allemande et pourrait conférer un nouveau potentiel d'appréciation à l'Euro (d'autant qu'au plan géopolitique, la monnaie européenne pourrait voir son statut raffermi par le nouvel ancrage dans une coopération franco-allemande crédible, au moment où celui du dollar perd ses repères traditionnels). Cette perspective devrait signaler le début d'une surperformance plus affirmée des secteurs cycliques, notamment bancaires, au sein des marchés actions européens. Toutefois, gardons à l'esprit qu'une tension importante sur les taux sans risques et une appréciation trop rapide de l'euro constitueraient des obstacles importants à l'appréciation des marchés européens.

> L'existence d'un véritable cycle économique, le premier de cette ampleur depuis 2010, augmente la convexité du risque de marché aux politiques monétaires

Sensibilité des marchés

L'intervention bienveillante des Banques centrales depuis la grande crise financière a non seulement propulsé la valorisation des actifs financiers, en particulier obligataires, à des niveaux élevés, elle a aussi comprimé radicalement la volatilité des marchés. Par conséquent, il n'est pas nécessaire de postuler une « erreur » de politique monétaire pour envisager que les marchés puissent naturellement s'avérer sensibles à un mouvement de reflux, fût-il progressif et prudent, du soutien monétaire.

Ce qui produit aujourd'hui une convexité du risque de marché à la politique monétaire est l'existence d'un véritable cycle économique, le premier de cette ampleur depuis 2010. Car un durcissement des conditions financières sur une économie en ralentissement la ralentira davantage encore, tandis qu'appliqué à une économie en accélération, il pourrait justifier une tension très sensible sur les taux et sur la monnaie. La réussite d'un pilotage très fin de cette transition par les Banques centrales américaine et européenne est donc centrale au scénario de la poursuite d'une hausse des marchés actions.

L'incertitude que le risque politique avait opposé aux marchés en 2016 dans le monde développé s'est maintenant éloigné. Il est même possible aujourd'hui d'envisager finalement la bonne surprise de quelques votes du Congrès américain d'ici la fin d'année sur des mesures de déréglementation ou de réductions d'impôts. Toutefois, le populisme a remporté deux victoires politiques, dont les effets économiques restent à venir. Ainsi, l'économie britannique va souffrir du ralentissement des investissements dû au spectre du Brexit, et l'Administration Trump tentera de confirmer son autorité en infligeant des contraintes protectionnistes à ses partenaires commerciaux (comme sur les importations d'acier). Dans ce contexte, l'Europe, la Chine, le Japon devront relever le défi de tirer adroitement les marrons du feu. La dynamique européenne, en particulier, pourrait ainsi retrouver une vigueur économique et politique inespérée. Par conséquent, un enjeu clé d'une stratégie d'investissement performante va continuer de résider dans une juste allocation géographique et sectorielle pour profiter des dynamiques les plus porteuses. Devra s'y ajouter une surveillance accrue de l'impact sur les marchés des enjeux géopolitiques et du pilotage par les banques centrales de leur processus de normalisation monétaire.

Source : Carmignac, janvier 2018, Bloomberg, 02/01/2018

Stratégie d'investissement

Les actions

La volatilité a rebondi sur les marchés actions en fin de mois. Notre construction de portefeuille équilibrée a été clé pour absorber ce choc. Ce sont les tensions sur les taux qui ont pesé le plus sur les marchés actions au mois de juin, et notamment les marchés européens, comme en témoigne la forte présence des secteurs sensibles aux taux d'intérêt dans les plus mauvaises performances sectorielles mensuelles : télécoms, services aux collectivités, technologie, distribution.

À l'inverse les valeurs bancaires se sont inscrites en hausse sensible au cours du mois, que ce soit aux États-Unis, en Europe ou au Japon. Notre forte pondération sur les valeurs bancaires, notamment en Europe et au Japon, a permis de compenser en partie la correction intervenue sur les marchés actions. Enfin notre stratégie de diversification de nos valeurs technologiques au-delà des mega-capitalisations américaines aura porté ses fruits avec les performances solides de valeurs comme Samsung Electronics.

Les taux

Les prémices d'une réflexion de la BCE quant à une stratégie de sortie progressive de sa politique d'assouplissement quantitatif ont envoyé une onde de choc sur les marchés obligataires en fin de mois. Ce regain de tensions sur les rendements a été particulièrement marqué sur les taux européens et notamment les taux allemands. Notre stratégie vendeuse sur les obligations souveraines allemandes a profité de ce mouvement. Nous avions par ailleurs introduit en cours de mois une stratégie acheteuse de volatilité sur la partie longue de la courbe des taux, qui nous a permis d'accompagner favorablement ce mouvement.

Enfin, la liquidation au cours du mois de Banco Popular en Espagne et de deux banques de la région de Venise en Italie a illustré la nécessaire sélectivité au sein de la classe d'actifs des obligations privées. Notre positionnement concentré sur les obligations privées des champions nationaux bancaires tels que Santander ou Intesa San Paolo (qui ont pu racheter à bon compte des actifs lors des opérations de liquidation) s'en trouve ainsi justifié.

Les devises

L'euro a continué de s'apprécier face au dollar en signant une quatrième forte progression mensuelle d'affilée. La stabilisation de l'environnement politique, le dynamisme retrouvé de l'économie, le retour des investisseurs étrangers et la perspective d'une réduction graduelle des politiques monétaires non conventionnelles de la Banque centrale européenne, tout concourt au renforcement de la monnaie unique. Notre stratégie sur les devises contribue ainsi encore significativement en juin à la performance de nos Fonds globaux. L'affaiblissement continu du dollar constitue un élément de soutien pour la classe d'actif émergente ainsi que le pétrole.

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.