



Les faux départs n'abolissent pas la ligne d'arrivée

Octobre 2017



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Longueur
7 minute(s) de lecture

A destination des investisseurs professionnels uniquement.

Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.

Le retour des capitaux vers la zone euro devrait partiellement protéger les marchés d'actions européens du risque obligataire, et renforcer la monnaie unique

En ce début du dernier trimestre 2017, il est tout à fait saisissant de constater que ni la BCE ni la Fed n'ont encore mis en œuvre les prochaines étapes respectives de « normalisation » de leurs politiques monétaires, alors que le contexte économique le justifierait largement. La Fed est plus avancée, mais est demeurée extrêmement accommodante. La BCE n'a même pas encore bougé. En zone euro, la croissance économique est pourtant largement au-dessus de son potentiel de long terme, et les anticipations d'inflation se sont stabilisées, voire redressées. Aux États-Unis, la croissance demeure ferme, et la situation de l'emploi se tend chaque jour.

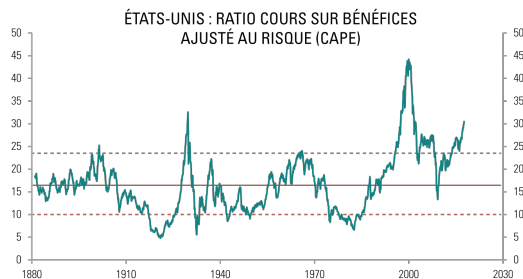
Dans les deux régions, le renchérissement du prix des actifs financiers appelle à la responsabilité des banquiers centraux de cesser d'enfler davantage le phénomène. Mais par peur des risques politiques à répétition depuis l'été 2016, par frustration à l'égard d'un objectif d'inflation élastique inscrit dans leurs statuts, peut-être par peur des marchés, les Banques centrales ont jusqu'à ce jour donné raison aux investisseurs qui ont fait le pari que le moment difficile serait sans cesse remis à plus tard. Cette succession de faux départs a prolongé le prodige artificiel d'une corrélation positive entre actions et obligations. La reprise du cycle économique conjuguée au soutien monétaire a continué de fournir aux marchés le cocktail euphorisant capable d'élever sans discontinuer le prix de toutes les classes d'actifs. Les téméraires ont continué d'être récompensés, et la gestion des risques d'être superflue.

La ligne d'arrivée de ce parcours d'obstacles pourtant n'a nullement disparu, et les banquiers centraux reconnaissent qu'ils s'en sont même maintenant considérablement rapprochés. Les marchés de taux ne se sont pas préparés à cette inflexion, tandis que les investisseurs en actions espèrent pouvoir s'arracher, tant que le cycle économique les soutiendra, à la force de gravité qu'exerceront alors les obligations.



La ligne est désormais tracée

Sa présidente Janet Yellen l'a confirmé, la phase de réduction de la taille du bilan de la Banque de réserve fédérale américaine, après huit années d'une expansion radicale, débutera d'ici la fin de l'année. L'assouplissement des conditions financières produit par la faiblesse du dollar, et le plan de baisse d'impôts récemment évoqué par Donald Trump ne pourront que renforcer cette perspective. Le président de la Banque centrale européenne est tout aussi engagé : il nous détaillera en octobre les modalités de l'arrêt progressif de l'expansion de son bilan. Pour la première fois depuis 2008, la taille cumulée des bilans des quatre plus grandes Banques centrales du monde commencera de baisser l'an prochain. Et pourtant, les marchés financiers continuent de regarder ailleurs, comme si le « Quantitative Easing à l'infini » constituait encore un scénario plausible.



Source : Bloomberg, 29/09/2017

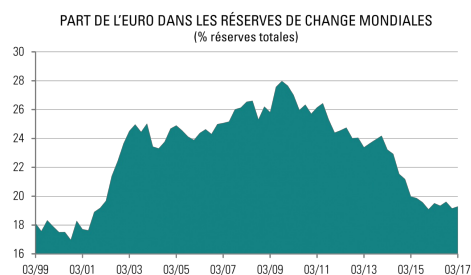
Aux États-Unis, cette complaisance peut plus facilement s'expliquer. Nous pensons nous-même que le cycle économique vit ses derniers trimestres. L'activité industrielle montre déjà quelques signes d'essoufflement (voir notre note de septembre « [La stratégie du paratonnerre](#) »). Quant à la croissance de la consommation, elle repose sur une extension historique du crédit à la consommation et une baisse sensible du taux d'épargne, paramètres qui ne recèlent plus guère de marge de progression, en particulier quand les taux d'intérêt remonteront. Par conséquent, il est légitime d'anticiper que la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis fasse long feu.

Quand le rythme d'activité s'infléchira, la Fed ne pourra ignorer qu'une poursuite du resserrement monétaire ne ferait que précipiter l'inflexion. C'est déjà cette perspective que reflète la courbe des taux d'intérêt aux États-Unis, obstinément plate. C'est elle aussi qui explique que les valeurs de croissance américaines de nouveau surperforment les actions cycliques, et que le dollar ne se soit pas davantage ressaisi cet été après 8 mois de baisse ininterrompue. À cet égard, le tardif projet de réductions d'impôts de l'Administration Trump, même s'il parvenait à survivre à une procédure budgétaire qui s'annonce compliquée, n'est lui-même guère susceptible d'apporter un choc suffisant pour enrayer cette logique.

« L'Europe, l'Europe, l'Europe »

Les marchés obligataires de la zone euro ne pourront esquiver l'impact que les réductions d'apport de liquidités de la BCE s'apprêtent à leur infliger

Comme le disait le Président de Gaulle il y a plus de cinquante ans, il ne sert à rien de répéter avec fougue sa foi dans l'Europe, « il faut prendre les choses comme elles sont ». La grande crise financière de 2008 a porté un coup extrêmement lourd au rêve de convergence de la zone euro. Les performances économiques ont profondément divergé entre l'Allemagne et les autres pays, et une polarisation profonde de l'opinion publique s'en est suivie. Les entreprises, investisseurs et allocataires d'actifs mondiaux ont reflété cette crise existentielle en désertant massivement la monnaie unique depuis près de dix ans (voir graphe).



Source : Bloomberg, 29/09/2017

Certes, après que l'année 2016 eût introduit le risque d'une propagation mortelle des logiques de fragmentation politique et économique à la zone euro, les élections françaises ont enrayé la contamination en 2017. Mais les démocraties européennes demeurent sous la pression de populations frustrées à la fois du peu de richesse économique créée par leurs économies depuis 10 ans, et du partage qui en est fait. Les réformes à l'économie française et à la gouvernance de la zone euro que le Président Emmanuel Macron propose devront impérativement réussir pour que la tentation populiste ne resurgisse pas avec vengeance lors des prochains scrutins. S'il devra surmonter la résistance au changement en France, il contrôle néanmoins largement la mise en œuvre de son programme. Il devra en revanche convaincre la prochaine coalition allemande de la nécessité d'une réforme de la zone euro, et cette coalition n'est même pas encore signée.

Mais entre la tradition allemande du compromis politique intelligent (« Konsens denken »), et l'impératif absolu pour les partis modérés (CDU, CSU, FDP,Verts, SPD) de s'accorder sur un projet d'avenir crédible sous peine d'être délogés in fine par les extrêmes nationaux, il est légitime de faire le pari que l'intérêt à une volonté politique commune prévaldra. À court terme, le soutien du cycle économique aidera à faire accepter les réformes les plus difficiles, et c'est aussi le sens qu'il faut attribuer au pas de chaîne accompli par le gouvernement du premier Ministre français Edouard Philippe dans son action.

Ce cycle de croissance et cette nouvelle dynamique européenne ne permettront pas aux marchés obligataires de la zone euro d'esquiver l'impact que les réductions d'apport de liquidités de la BCE s'apprêtent à leur infliger. Le niveau extraordinairement bas des taux d'intérêt de la dette souveraine allemande sera bientôt intenable. C'est un risque qui est impératif de continuer de gérer, même si les faux départs successifs ont rendu les couvertures infructueuses ces derniers mois. En revanche, le retour des capitaux vers la zone euro, ainsi que le redressement de la courbe des taux pourraient dans un premier temps s'ajouter aux mérites du cycle économique pour protéger les marchés d'actions européens du risque obligataire, et renforcer en tendance la confiance des investisseurs dans la monnaie unique.

Source : Bloomberg, 29/09/2017



Stratégie d'investissement

Les actions

Les marchés actions ont enregistré une performance positive au cours du mois de septembre. Les marchés européens ont compté parmi les mieux orientés - au-delà de +3% -, grâce notamment à la pause marquée par la monnaie unique dans son appréciation ininterrompue depuis le début de l'année. Par ailleurs, le rebond marqué du prix du pétrole de près de 10% au cours du mois a permis au secteur pétrolier de connaître un vif retour de fortune particulièrement visible dans notre Fonds matières premières. Notre conviction quant à une stabilisation du prix du pétrole et une appréciation des cours de nos valeurs américaines d'exploration-production s'en trouve confortée.

Alors que le cycle économique est en passe d'atteindre son zénith, nous continuons de renforcer graduellement nos positions en valeurs à forte visibilité. Nous nous attachons en parallèle à identifier des sociétés dont le potentiel de croissance est encore mal valorisé par le marché, souvent au sein des sociétés de moyennes capitalisations. Au cours du mois, nous avons ainsi construit deux positions sur une société chinoise opérant des sites internet sur le secteur automobile, et sur une société pharmaceutique suisse présente dans les traitements des déficiences en fer.

Les taux

Les rendements des emprunts souverains des pays développés ont connu un rebond modéré qui a effacé la détente enregistrée au mois d'août. La confirmation par la Fed qu'elle entendait poursuivre sa politique de normalisation monétaire sans attendre que les chiffres d'inflation ne se rapprochent de sa cible ont contribué à ce mouvement. Sur les marchés souverains européens, seule la dette portugaise, notre deuxième plus forte position en dettes périphériques après l'Italie, a connu une détente sensible de ses rendements grâce au rehaussement de sa notation par l'agence Standard and Poor's en catégorie « investment grade ». Les taux souverains émergents sont restés quant à eux globalement stables, leur portage contribuant positivement à la performance de nos Fonds.

On notera enfin la tension sur les primes de rendement des obligations privées européennes de catégorie à risque, justifiant notre stratégie de renforcement de la qualité des signatures sur le crédit. Notre stratégie de taux reste ainsi prudente, avec des positions sélectives pour capturer du rendement au sein des obligations privées de qualité ainsi que des dettes émergentes (Brésil, Russie) et périphériques (Italie, Portugal), équilibrées par nos positions vendeuses sur les obligations souveraines allemandes pour aboutir à une sensibilité globale proche de zéro.

Les devises

L'euro a connu son premier mois de - très légère - baisse face au dollar américain depuis février dernier. Cette pause intervient alors que la monnaie unique a corrigé depuis le début de l'année sa sous-évaluation face au billet vert pour rejoindre un niveau proche de sa valeur théorique et de sa moyenne historique depuis son lancement.

La poursuite de la hausse de l'euro sera désormais moins dictée par sa valorisation intrinsèque que par l'évolution de son statut comme monnaie de réserve internationale. Le poids de l'euro dans les réserves de change mondiales a en effet fortement baissé depuis la crise des dettes souveraines périphériques, et nous voyons un potentiel de rebond structurellement favorable à la monnaie unique. Dans ce contexte, nous avons maintenu la prééminence de l'euro dans notre allocation devises.

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.

