



Premiers vacillements dans l'équilibre

Septembre 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
2 Septembre 2019

Longueur
8 minute(s) de lecture

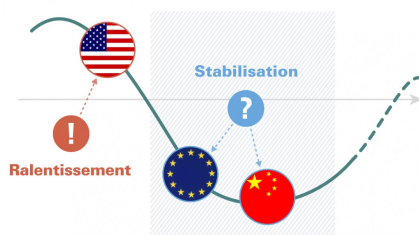
*A destination des investisseurs professionnels uniquement.
Ne convient pas aux investisseurs de détail en Belgique.*

L'été aura été éclairant sur l'évolution de l'équation qui régit depuis dix-huit mois la tendance des marchés. Comme nous en avons déjà expliqué la dynamique (voir la Carmignac's Note d'avril dernier "[Équilibre des forces](#)"), le moteur des marchés d'actions a été sur la première partie de l'année le retour à un certain équilibre, ou « égalité », entre d'une part un lent ralentissement économique global, et d'autre part des banquiers centraux de nouveau en posture de soutien. Ce rééquilibrage avait justifié que les marchés actions rebondissent d'abord depuis leur état de panique de la fin 2018, quand la Fed et la BCE semblaient encore ignorer le ralentissement économique, puis entrent à partir du printemps dans une phase de consolidation, en attendant de juger de quel côté cet équilibre finirait par pencher. Après moult réunions de banques centrales et rebondissements dans les négociations commerciales sino-américaines, les marchés actions en cette fin de mois d'août 2019 sont à peu près sur les mêmes niveaux qu'au mois de mai dernier.

A la différence de 2016, la Chine ne relancera pas le cycle économique global. C'est donc à la Fed qu'échouera ce rôle

Mais la conservation de cette équation d'équilibre s'est fragilisée cet été, le risque s'étant accru que les politiques de relance économique prévisibles à ce jour s'avèrent désormais insuffisantes pour contrebalancer un ralentissement global qui donne des signes d'amplification. En effet, les indicateurs avancés de l'économie américaine suggèrent que le ralentissement global a commencé de contaminer la dynamique outre-Atlantique, en partie à cause des tensions commerciales sans fin avec la Chine qui érodent la confiance des entreprises américaines. Pour la première fois depuis la grande crise financière, l'indicateur avancé Markit PMI manufacturier américain est passé sous la barre de 50 au mois d'août. Peut-être plus préoccupant encore, le même indicateur pour les activités de services a cassé l'échelon de 51, retrouvant ses plus bas niveaux de 2016. Or à la différence de 2016 (et a fortiori de 2009 et 2012), la Chine ne s'apprête visiblement pas à jouer de nouveau le rôle de locomotive de la relance globale. Par conséquent, c'est à la politique monétaire menée par la Banque centrale américaine qu'échoue désormais le rôle d'éviter un ralentissement global plus marqué. Le problème est qu'à l'occasion du fameux symposium de Jackson Hole tenu les 23 et 24 août derniers à Jackson Hole, Jay Powell, président de la Fed américaine, n'a guère donné l'impression qu'une action forte d'assouplissement monétaire était imminente ou de nature à faire mentir les indicateurs avancés. Ce risque que la politique monétaire américaine prenne davantage de retard sur ce que nécessiterait désormais la tendance macro-économique générale justifie le positionnement prudent qu'ont adopté les marchés.

CYCLE ÉCONOMIQUE (PIB)



Source : Bloomberg, 30/08/2019

L'économie américaine contaminée par le ralentissement global

La résilience à ce jour de l'économie américaine est indéniable. Elle tient bien sûr aux qualités intrinsèques maintes fois confirmées de l'écosystème américain, notamment la force de sa consommation domestique et la puissance de ses acteurs mondiaux, ainsi qu'aux derniers effets de la réforme fiscale votée en 2017. Elle s'explique aussi par des « stabilisateurs » naturels classiques : d'abord l'accélération de la baisse des taux d'intérêt en 2019. Les taux à 30 ans notamment sont ainsi passés en l'espace de seulement huit mois de 3% à 2%. Cet effondrement a naturellement soutenu le marché immobilier, et permis aux foyers américains de refinancer leurs crédits hypothécaires, libérant ainsi une enveloppe de trésorerie disponible pour la consommation. Dans le même temps, le prix des matières premières a lui aussi beaucoup baissé, libérant du pouvoir d'achat. Enfin, la force du dollar a quant à elle réduit le coût des produits importés. Il faut toutefois garder à l'esprit que ces stabilisateurs sont, par définition, des manifestations du ralentissement, qui nourrissent elles-mêmes des effets délétères à moyen terme. La baisse des taux longs grève ainsi la capacité bénéficiaire du secteur bancaire, tandis que la force du dollar freine les exportations, renforce les pressions déflationnistes, et pénalise les économies émergentes. En contrepoint de cette ténacité du consommateur américain, d'autres indicateurs économiques américains majeurs pour l'avenir se sont déjà détériorés, en particulier l'investissement des entreprises. Le rythme de croissance de l'investissement non résidentiel ainsi que des commandes de biens durables s'approche désormais de zéro sur un an glissant, avec des indicateurs avancés (enquêtes d'intention) en forte baisse. On peut craindre aujourd'hui que le niveau d'incertitude provoqué par le mode opératoire de Donald Trump dans ses négociations avec la Chine ait affaibli durablement la confiance que les dirigeants des entreprises américaines doivent avoir en leurs chaînes d'approvisionnement et leurs volumes d'exportations pour investir davantage. Par ailleurs, même si un arrangement sino-américain rapide semble aujourd'hui être l'intérêt des deux parties, il est difficile d'en faire un scénario central fiable, tant la primauté des agendas politiques et géostratégiques de part et d'autre rend l'anticipation d'un accord global très aléatoire à court terme.

L'Allemagne à la peine

La contagion du ralentissement général, et notamment chinois, à l'Allemagne est bien sûr beaucoup plus directe et plus ancienne qu'aux États-Unis, donc bien plus forte aujourd'hui. Le ralentissement manufacturier s'étend maintenant au secteur des services, et la détérioration pendant l'été de l'indice IFO allemand des conditions économiques suggère une aggravation de cette tendance dans les prochains mois. La grande coalition au pouvoir en a bien conscience et parle dès aujourd'hui d'un plan de relance budgétaire en cas de chute en forte récession. Malheureusement, tant l'ampleur du plan envisagé (1,5% du PIB) que son calendrier soumis au destin d'une coalition fragile dans la perspective du congrès du SPD en décembre prochain rendent sa mise en œuvre et son efficacité douteuses à court terme. La bonne nouvelle pour l'Europe d'une politique budgétaire allemande en soutien du cycle économique risque d'arriver tardivement.

La Chine n'est plus la bouée de sauvetage de l'Occident

C'est l'un des espoirs qu'il était légitime de nourrir au début de l'été : mises dos au mur par les coups de boutoir de Donald Trump, les autorités chinoises allaient devoir prendre de nouvelles mesures de soutien à l'activité domestique, ce qui bénéficierait à la croissance globale. Force est de constater malheureusement qu'il n'en a pour l'instant non été : la croissance du crédit a même poursuivi sa décline. Notre interprétation de cette attitude est que non seulement la Chine dispose de marges de manœuvre plus réduites que lors des ralentissements précédents, mais aussi que dans les négociations sino-américaines chacun des deux protagonistes perçoit suffisamment d'enjeux stratégiques et politiques pour accepter de prendre le risque d'un coût économique élevé à court terme. Jusqu'à présent, les tensions à Hongkong n'ont pas provoqué de sorties de capitaux alarmantes, et l'aiguillage de la monnaie a pu n'être maniée que modestement. La Chine semble pouvoir demeurer en mode « résistance à la douleur » pendant encore quelque temps.

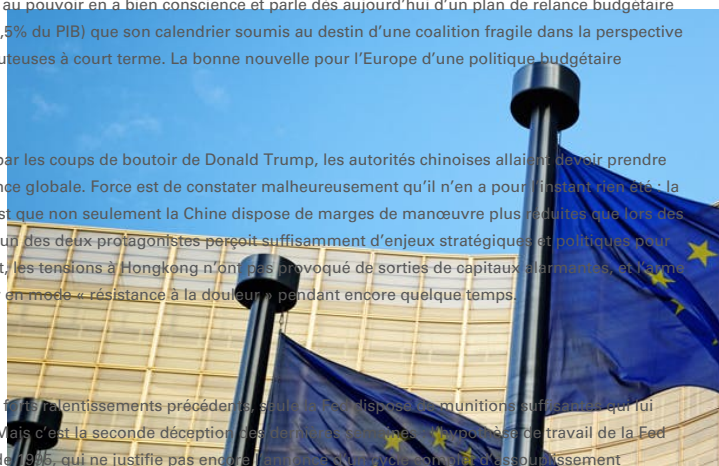
La Fed toujours hésitante

En l'absence d'un vigoureux plan de relance en provenance de la Chine, comme lors des ralentissements précédents, seuls les crédits disponibles pourraient suffire à lui permettre, peut-être, d'enrayer l'aggravation du ralentissement économique global. Mais c'est la seconde déception des derniers mois : l'absence de travail de la Fed continue visiblement d'être celle d'une pause de milieu de cycle économique, à l'image de 1975, qui ne justifie pas encore de mesures de soutien au développement monétaire. La Réserve fédérale n'est visiblement pas encline à céder aux admonestations du président américain.

Conséquences pour une stratégie d'investissement

Les marchés ont déjà bien reflété la détérioration des perspectives économiques

La perspective semble donc se dessiner d'une poursuite du ralentissement économique global, qui ne provoquera de mesures de soutien fortes que tardivement. Le comportement des marchés ces derniers mois témoigne néanmoins d'une bonne efficacité : la détérioration des perspectives économiques globales s'est largement reflétée dans une poursuite de la baisse des taux longs, tandis que les investisseurs actions ont fortement privilégié les valeurs défensives et renforcé leur allocation aux disponibilités. À court terme par conséquent, pour peu que le flux de nouvelles en provenance de Pékin et de Washington le permette, des forces de rappel techniques peuvent même profiter aux marchés d'actions, aux dépens des marchés obligataires excessivement valorisés. Toutefois, le niveau d'endettement global qui prévaut, tant dans les secteurs privés que public, augmente l'enjeu d'un ralentissement économique important. Par conséquent, conserver un positionnement stratégiquement prudent se justifie. Dans la sphère obligataire, il s'exprimera entre autres par une faible exposition au risque de variations des taux d'intérêt. Sur les marchés d'actions, il est légitime de conserver un portefeuille toujours centré sur les secteurs de croissance et de consommation de base. La surperformance déjà engrangée par ces derniers exige une grande sélectivité. Mais à condition d'y avancer de façon disciplinée, il est encore possible de trouver dans l'univers actions des valeurs dont la visibilité de la croissance bénéficiaire leur permettra de continuer de bien se comporter.



Stratégie d'investissement

Actions

Les marchés actions ont connu une correction au cours de l'été, les investisseurs ayant privilégié les taux longs dans un contexte de montée de l'aversion au risque. La prudence a donc été de mise avec une surperformance des secteurs les plus défensifs, à l'image de la consommation de base et des services aux collectivités au détriment des matières premières et des financières. Le bruit lié aux négociations commerciales, les inquiétudes sur le front de la croissance mondiale et l'action limitée de la Réserve fédérale ont eu raison de l'optimisme qui prévalait depuis le début de l'année. Ces facteurs d'inquiétude semblent néanmoins en partie intégrés par les marchés actions : faible positionnement des investisseurs, sous-performance des secteurs cycliques depuis quelques mois.

La configuration technique des marchés pourrait laisser entrevoir une opportunité de reprise des marchés actions au détriment des marchés obligataires. Nous maintenons donc un taux d'exposition modéré aux actions en portant une attention particulière à la construction de portefeuille. Ainsi, nous gérons le bêta du portefeuille en évitant les valeurs les plus risquées, en limitant la taille de nos convictions et en réduisant notre exposition aux titres affichant déjà des valorisations élevées tels que Worldpay. À titre d'exemple, dans le secteur de la technologie, nos investissements se concentrent sur des valeurs affichant soit une valorisation très attractive, soit un profil défensif, à l'image d'Alphabet (Google). En effet, l'activité de moteur de recherche s'avère résiliente notamment grâce à la position de monopole de l'entreprise sur ce segment. De plus, la monétisation de YouTube, Maps et Android reste très faible alors que nous estimons que YouTube pourrait dépasser Facebook en nombre d'utilisateurs et ainsi devenir la plate-forme internet la plus prometteuse.

Taux

Le ralentissement économique mondial se poursuit et s'étend désormais aux États-Unis. Parallèlement, les bruits autour de la guerre commerciale et du Brexit continuent d'alimenter les craintes des investisseurs. Dans ce contexte, les taux longs des emprunts d'État se sont fortement détendus notamment aux États-Unis et en Allemagne. Ce mouvement est accentué par la remise en cause de la capacité des banques centrales à agir pour contrer la faiblesse de l'inflation et de la croissance. Ce rallye nous incite cependant à la prudence notamment en Europe.

Ainsi, nous favorisons les stratégies de compression des marges sur les signatures européennes de premier rang. Nous restons également positionnés sur certains pays périphériques encore attractifs, tels que la Grèce. Notre prudence vis-à-vis de la croissance américaine et l'anticipation d'un changement de ton de la Réserve fédérale même tardif nous conduisent à nous positionner sur la partie à cinq ans de la courbe américaine. Sur le crédit, nous maintenons certaines opportunités idiosyncratiques, à l'image de Pemex. Concernant la dette émergente, les futures décisions de la Réserve fédérale, quant à de probables baisses de taux d'ici la fin de l'année, vont être primordiales pour ces dernières car elles devraient permettre à de nombreuses banques centrales de ces pays de réduire leurs taux réels qui semblent excessifs au vu du cycle économique.

Devises

En dépit de l'aggravation des déséquilibres de l'économie américaine, et de l'anticipation d'une baisse des taux directeurs par la Fed, le billet vert est demeuré solide cet été. Cette résilience tient en grande partie au retard qu'a pris la Fed dans l'assouplissement de sa politique monétaire. Par ailleurs, il est probable que, à l'instar du yen, la devise américaine ait profité cet été d'un statut non encore disparu de valeur refuge dans une phase d'augmentation de l'aversion au risque. Compte tenu de la pression croissante s'accumulant sur la Banque de réserve américaine pour signaler le début d'un plein cycle de baisse des taux, pour tenir compte aussi de la cherté du dollar, nous avons préféré aux niveaux actuels renforcer notre position au yen pour équilibrer les risques de portefeuille.

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.