



Variations sur le thème de l'équilibre

Juillet 2019



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
5 Juillet 2019

Longueur
6 minute(s) de lecture

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

À mi-parcours de l'année 2019, en dépit d'une actualité féconde en rebondissements politiques et géopolitiques, il n'y a toujours pas lieu de modifier la lecture d'ensemble des marchés que nous proposons à l'issue du premier trimestre. La "["Réalité augmentée"](#)", titre de notre Note du mois de mars, faisait référence à la réalité de la faiblesse du cycle économique global, que rehaussaient, à l'inverse de 2018, des politiques monétaires revenues ouvertement en soutien à l'économie et aux marchés. Depuis lors, la saga des négociations commerciales (voir notre note de juin "["Trump ou le mercantilisme 3.0"](#)") ne fait qu'apporter une bonne dose de piment à un paysage d'ensemble relativement bénin pour les marchés actions (voir notre Note d'avril "["Équilibre des forces"](#)").

Les performances des indices au deuxième trimestre sont ainsi modérément positives, aucun des grands marchés actions, pas même le marché américain, ne s'écartant de plus de 4% des niveaux qui prévalaient à fin mars. La nouvelle accélération de la baisse des rendements obligataires a en effet soutenu la valorisation des actions, que le regain d'incertitudes tendait à pénaliser. Il convient de maintenir dans cette phase de fin de cycle économique une analyse des marchés disciplinée, pour continuer de distinguer le bruit de l'essentiel.

PERFORMANCE DE L'INDICE ACTIONS MONDIAL DEPUIS UN AN.
(INDICE MXWO EN DOLLAR)



Source : Carmignac, Bloomberg, 29/06/2019

La routine des rebondissements dans le feuillet de l'année

L'affaiblissement économique général rend les États-Unis et la Chine plus prudents dans leur affrontement

Les discussions sino-américaines menées lors de la réunion du G20 à la fin du mois de juin, et qui ont permis de rappeler que ni la Chine ni les États-Unis ne souhaitent particulièrement précipiter le monde dans les affres immédiates d'une profonde récession. La succession de postures soufflant alternativement le chaud et le froid, et le vent était plutôt doux cette fois à Osaka, va donc pouvoir se poursuivre dans les prochains mois sur fond de manœuvres stratégiques, mais aussi d'enjeu électoral aux États-Unis et d'affaiblissement économique général qui rendent les deux protagonistes prudents à court terme dans leur affrontement.



Pendant ce temps, la croissance piétine

En effet, la toile de fond demeure universellement médiocre, avec en particulier une activité industrielle toujours déprimée, même si les activités de services, traditionnellement moins cycliques, semblent encore résilientes. C'est le cas en Chine : dans la foulée du G20, la publication des indicateurs PMI manufacturiers pour le mois de juin à 49,4 y a confirmé la tendance baissière. Et pour l'instant Pékin ne semble pas décidé à intervenir de nouveau pour relancer sa dynamique. Aux États-Unis, le rythme de croissance des investissements non résidentiels continue de baisser, certainement pénalisé par les incertitudes commerciales. En Europe, les indicateurs pour les services semblent vouloir se reprendre un peu (tel l'Indice Markit Services PMI pour la France, qui s'est raffermi de 51,6 à 53 en juin), mais la récession manufacturière ne montre que quelques timides signes de stabilisation, notamment en Allemagne (Indice Markit manufacturier à 45 en juin, contre 44,3 en mai). Paradoxalement, ce contexte a priori peu séduisant convient néanmoins aux marchés à court terme. Car de même qu'il contient le risque immédiat d'escalade des hostilités commerciales entre la Chine et les États-Unis, le scénario d'une croissance faible mais à peu près stabilisée maintient les banques centrales dans un discours accommodant sans être encore alarmiste.

Vers une inflexion du pouvoir des banques centrales ?

À moyen terme, la nécessité d'un recours massif à l'arme budgétaire fait son chemin

Il serait bien hasardeux aujourd'hui d'estimer, parmi les causes du ralentissement global, les parts respectives revenant : 1/ au ralentissement délibéré entamé par la Chine en 2018 ; 2/ aux effets délétères de la guerre commerciale sino-américaine sur la dynamique des investissements industriels ; et 3/ au durcissement intempestif des politiques monétaires menées l'an passé. Ce cocktail dont on ne connaît pas les proportions amène principalement une question : le recours à l'assouplissement monétaire que proposent à effectuer les banques centrales sera-t-il suffisant pour inverser tous les motifs de ralentissement, a fortiori si l'économie mondiale demeure sous pression ?

À court terme, la question importe assez peu : il est probable que les marchés se satisfassent de nouveau d'un volontarisme tactique des banquiers centraux, dans un contexte économique et politique momentanément apaisé.

À moyen terme, l'enjeu est capital : la politique monétaire « non conventionnelle » arrive de toute évidence en bout de course. Dans la zone euro tout particulièrement, que pourrait-on espérer d'un nouveau programme d'achat d'actifs ou d'une baisse des taux directeurs quand on constate que la France emprunte déjà jusqu'à dix ans à taux négatif et que l'Espagne emprunte au taux de 0,2% sur la même maturité ? Par conséquent, en dépit de niveaux d'endettements déjà très élevés, la nécessité d'un recours accru à l'arme budgétaire fait son chemin, en Europe comme aux États-Unis, coordonnée au soutien des banquiers centraux. La perspective de cette connivence politique inéluctable éclaire peut-être, voire justifie, la nomination de présidents de banque centrale affichant davantage une formation juridique et une intelligence politique éprouvée qu'une expertise dans la technicité de la politique monétaire. Elle n'en pose pas moins la question des ramifications que cette inflexion majeure pourrait signifier pour les marchés de taux et d'actions le moment venu, eux qui n'ont connu depuis dix ans que répression financière et rigueur budgétaire.

Pour l'instant, la stratégie d'investissement qui continue de se justifier à ce stade du cycle repose sur trois piliers : d'abord un cœur de portefeuille actions constitué principalement de valeurs de croissance, pour lesquelles l'exercice décisif est la sélection de titres, dans un segment de marché devenu cher. Ensuite, une agilité suffisante pour capter à son profit les mouvements de marchés intermédiaires inhérents à ces phases de transition, et accrus par les postures publiques adoptées sur fond d'agendas de politique intérieure. L'utilisation à la marge et très disciplinée de produits dérivés optionnels permet de ne pas être bringuebalé par ces résurgences successives d'espoirs et de déceptions. Enfin, troisième pilier, celui-ci côté obligataire : un positionnement sur la courbe des taux d'intérêt qui exploite la visibilité retrouvée sur l'assouplissement monétaire réengagé par les banques centrales. Ici, la discipline clé consiste à se défier des rendements négatifs irrationnels et à se concentrer sur les obligations, publiques et privées, des pays développés et émergents, offrant une rémunération du risque suffisante.



Stratégie d'investissement

Actions

Le mois de juin a enregistré sa plus forte progression depuis plusieurs années grâce notamment aux anticipations d'assouplissement de la politique monétaire de la Fed avec le S&P500 s'appréciant de presque 7% en dollar, effaçant sa correction du mois de mai. Les marchés actions reposent sur un équilibre toujours fragile mais constructif avec une croissance mondiale qui tend à se stabiliser autour de niveaux faibles, des banques centrales s'affichant en soutien des marchés et les inquiétudes autour de la guerre commerciale ayant tendance à se réduire.

Dans ce contexte, nous maintenons des taux d'exposition constructifs et allons chercher des poches de valeurs clairement identifiées : un portefeuille cœur composé d'entreprises bénéficiant de grandes tendances de rupture soutenant leur croissance et une exposition plus tactique aux « retardataires », comme certains segments cycliques (banques européennes, les industrielles américaines) et les marchés émergents. En effet, ces derniers devraient bénéficier d'un enraiment de l'appréciation du dollar, en tendance, et de meilleures nouvelles sur le front des tensions commerciales.

Concernant les grandes tendances de rupture, alors que la croissance du nombre de nouveaux utilisateurs d'Internet commence à ralentir avec 3,8 milliards d'utilisateurs dans le monde, en tant qu'investisseurs nous allons chercher les modèles les plus innovants proposant de nouveaux usages et des opportunités de monétisation. Facebook constitue ainsi un exemple : les initiatives d'expansion dans le domaine du e-commerce de son application Instagram devraient permettre d'accélérer sa monétisation.

Taux

Le soutien monétaire accru de la Fed et de la BCE a continué de provoquer une nouvelle baisse des taux souverains. Cependant, les valorisations actuelles des marchés obligataires nous incitent à la sélectivité pour nous concentrer sur des segments de marché encore attractifs ou des stratégies relatives.

Sur les taux cœurs et semi-cœurs, nous nous sommes davantage concentrés sur les maturités les plus longues. Nous avons ainsi des positions acheteuses au sein des pays européens semi-cœurs, tels que la Belgique et la France, associées à des swaps en euro et des positions vendeuses sur les taux allemands pour bénéficier d'une réduction des spreads. Aux États-Unis, nous maintenons notre stratégie visant à bénéficier d'une pentification de la courbe des taux américaine qui commence, par ailleurs, à porter ses fruits.

Nous conservons également nos emprunts d'État de longue maturité sur les pays périphériques, principalement en Italie (gestion tactique), en Grèce et à Chypre. Sur la dette émergente, nous augmentons à la marge notre exposition dans un environnement global plus favorable, avec une préférence pour la dette en devises fortes. Au sein de notre composante crédit, nous privilégions certaines opportunités idiosyncratiques, telles que Altice, Eurofins ou Netflix, et notre exposition aux obligations subordonnées bancaires européennes.

Devises

Sur le marché des changes, l'appréciation du dollar qui a démarré il y a plus d'un an devrait s'enrayer en tendance. En effet, le billet vert devrait être marqué par un affaiblissement de ses fondamentaux avec un ton plus volontariste de la part de la Réserve fédérale américaine, une réduction des tensions sur le front de la guerre commerciale et un creusement du double déficit commercial et budgétaire américain.

Ce raisonnement nous conduit à conserver un risque de change limité en maintenant une surpondération à l'euro et une exposition limitée au dollar et au yen. Le comportement des devises émergentes pourrait néanmoins s'améliorer dans un environnement politique et monétaire plus favorable et d'une moindre appréciation du dollar.

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.