

CARMIGNAC 2024 OUTLOOK : DE LA RÉSILIENCE À LA RÉCESSION

05/12/2023 | RAPHAËL GALLARDO, KEVIN THOZET

SYNTHÈSE

- L'économie mondiale devrait continuer à résister au choc de taux réels au cours du premier semestre 2024, mais les marges de manœuvres seront épuisées au second semestre, laissant apparaître une spirale récessive.
- La complaisance des marchés peut s'expliquer par la structure en « barbell » des canaux d'endettement post-Covid : les nouveaux crédits se concentrent entre dettes souveraines du G10 (réputées sans risques) et dettes privées non-soumises à la pression du « mark-to-market ».
- L'immigration et la résilience des prix des actifs (logement, actions) sont des éléments clés de l'atterrissage en douceur qui a prévalu en 2023. Mais ces mêmes facteurs seront exploités par les partis populistes pour légitimer des politiques inflationnistes une fois la récession installée.
- En Chine, le saupoudrage de plans de relance successifs et les injections de liquidité sont suffisants pour stabiliser la croissance au S1 sur un maigre 4%. Mais ce gradualisme ne peut suffire à vaincre le spectre d'une déflation par la dette. Une réponse holistique au surendettement immobilier est nécessaire, mais elle se heurte à d'âpres résistances politiques.
- Au sein des marchés de dettes souveraines, le choix des maturités est aussi important que la trajectoire du marché du fait du bras de fer entre le pic sur les taux directeurs et la moindre proportion d'acheteurs insensibles aux prix des obligations.
- Les marchés de crédit conserveront leur première place en termes de couple performance ajustée des risques, mais les vents contraires macroéconomiques du second semestre renforceront la nécessité de sélectionner des émetteurs aguerris à la hausse du coût du capital.
- Sur le marché des actions, les conditions sont en place pour voir une diversification des moteurs de performance. La croissance des résultats est un puissant moteur de performance, mais il faudra tenir compte de la volatilité des bénéfices par actions.
- Les marchés émergents semblent particulièrement adaptés à cette quête de diversification, notamment soutenus par la faiblesse du dollar et par la stabilisation de l'économie chinoise.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES – RAPHAËL GALLARDO, ÉCONOMISTE EN CHEF



« Les économies développées ont remarquablement résisté à la forte hausse des taux réels depuis 2022 (qui devrait culminer en 2024 avec une normalisation des taux japonais). Cependant, nous ne croyons pas à la thèse d'un taux neutre structurellement plus élevé. Au contraire, la transmission du choc de taux aux économies a été ralentie par des facteurs transitoires qui s'épuiseront dans le courant de l'année 2024. La perte d'altitude graduelle devrait donc se poursuivre au premier semestre 2024, suivi d'un atterrissage récessif au second semestre, initié aux États-Unis. »

« Aux États-Unis et en Europe, le processus récessif passe par la compression des marges bénéficiaires. Hausse des pertes d'emplois définitives et remontée des défauts de paiement (ménages et entreprises) attestent de sa mise en branle. Toutefois, la cinétique du mouvement est entravée par des facteurs exogènes. Du côté des entreprises, une trésorerie abondante protège les marges du choc d'un refinancement à taux plus élevés ; par ailleurs, le fort rebond de l'immigration fait baisser la pression sur les salaires dans le secteur des services. Du côté des ménages américains, les taux d'épargne sont maintenus artificiellement bas par l'excès de liquidités et des patrimoines toujours gonflés par des valorisations dopées au « Quantitative Easing ». »

« La complaisance des marchés peut s'expliquer par la structure en « barbell » des canaux d'endettement post-Covid : les nouveaux crédits se concentrent entre dettes souveraines du G10 (réputées sans risques) et dettes privées non-soumise à la pression du « mark-to-market ». Ce grand écart freine la propagation des défauts dans le système, mais au prix d'une réduction des marges de manœuvre de la politique économique (déficit budgétaire) et de la capacité à assainir les bilans une fois la crise venue. »

« La hausse de l'immigration et la compression des primes de risque financier ont joué un rôle positif majeur dans l'atterrissage en douceur qui a prévalu en 2023, mais au prix d'une aggravation de la crise du logement (prix inabordables), une intensification des inégalités et un rebond des récupérations identitaires. Autant de griefs qui feront le jeu des forces populistes lors de prochains scrutins (parlement européen, présidentielle américaine), avec pour conséquence l'accélération de la mise en œuvre de politiques inflationnistes en réponse à la récession (largesses fiscales, protectionnisme, fermeture des frontières). »

« En Chine, le trou noir de l'immobilier plombe toujours la confiance des investisseurs privés comme internationaux. La succession de mini-plans de relance et la récente détente géopolitique avec les États-Unis devraient suffire à stabiliser la croissance autour de 4 % au premier semestre 2024. Un retour à une croissance plus politiquement acceptable de 5% exige un abandon du gradualisme au profit d'une approche holistique combinant restructuration de toutes les dettes liées à l'immobilier (y compris celles des autorités locales et des LGFV¹, leurs véhicules de financement ad hoc), nationalisation des pertes, recapitalisation des banques et relance de la consommation privée. Un tel « saut quantique » dans la conduite de la politique économique prendra du temps en raison de sa complexité et des résistances qu'il suscite parmi les dirigeants locaux. »

STRATEGIE D'INVESTISSEMENT – KEVIN THOZET, MEMBRE DU COMITÉ D'INVESTISSEMENT



« L'atterrissage au ralenti de l'économie mondiale au cours du premier semestre 2024 et les craintes grandissantes de récession à mesure que l'année avance exigent des gérants actifs qu'ils soient en mesure de réallouer rapidement leurs portefeuilles. Et pour les autres la recherche de stratégies aux profils asymétriques dans la construction de portefeuille. »

« Les marchés obligataires évaluent le taux d'atterrissage de la politique monétaire américaine à 4% pour le prochain cycle d'assouplissement de la Fed, ce qui semble contradictoire avec le ralentissement de l'économie à venir et la désinflation cyclique actuelle. Si ce contexte est favorable aux **emprunts d'État**, il est important d'éviter à la fois tout pari sur le « timing » des baisses de taux à venir et également d'être trop largement exposé aux incertitudes liées à la prime de terme. »

« En effet, les marchés semblent faire preuve d'« optimisme » en anticipant des baisses de taux dès le printemps 2024 – et donc les maturités de court terme (0 à 2 ans) pourraient être à risque. Quant aux maturités de long terme, leur trajectoire est liée à celle des émissions obligataires nécessaire au financement de déficits grandissants – et ils ne peuvent être indéfiniment absorbés par les marchés obligataires dans un monde où l'appétit pour ces obligations à long terme est moindre que par le passé. Ainsi, les obligations cœur de maturités cinq ans semblent particulièrement attractives. Et plus particulièrement en zone euro, du fait d'une croissance anémique. La lente décélération de la conjoncture, qui mènera à la récession au second semestre, implique que les marchés du crédit conserveront leur première place en termes de rendements ajustés des risques au cours des prochains trimestres. »

« **Les marchés de crédit** offrent des niveaux de rendements qui demeurent attractifs, laissant présager des performances à venir équivalentes, mais permettant également d'absorber de moins bonnes nouvelles si elles venaient à se matérialiser. Dans cet environnement économique, les secteurs à privilégier (services financiers, énergie et crédit structuré) sont ceux au sein desquels les émetteurs sont habitués à évoluer dans un monde où le coût du capital est élevé. A mesure que l'année avancera, les investisseurs devront soit accepter une certaine volatilité, soit être en mesure de protéger leur portefeuille contre un retour de l'aversion au risque. »

« Après la course folle des 7 Magnifiques² en 2023 **sur les marchés actions**, les conditions semblent réunies pour voir une diversification des moteurs de la performance. Une si forte concentration des performances sur un si faible nombre de valeurs exige une forme de prudence. Et la baisse des taux induit des opportunités sur les marchés d'actions également.

La mise en œuvre d'une stratégie de « barbell » pour se désensibiliser des valeurs les plus prisées est judicieuse. Ainsi nous privilégions une allocation sur des secteurs défensifs à l'instar de celui de la santé ou de la consommation de base d'une part, et d'autre part réallouons du capital vers des actifs à fort potentiel comme les marchés émergents. »

« **Les marchés émergents** sont particulièrement adaptés à la diversification des moteurs de performance, notamment soutenus par la faiblesse du dollar et par la stabilisation attendue de l'économie chinoise. Des marchés trop longtemps délaissés offrent de réelles opportunités notamment en Asie ou encore en Amérique Latine, où les termes de l'échange sont favorables aux monnaies locales. »

(1) Local Government Financing Vehicle – véhicule de financement des collectivités locales chinoises.

(2) Amazon, Alphabet, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla.

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.