Comprendre l'enjeu de la hausse des taux d'intérêt pour les marchés

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
8 Mars 2021

Longueur
8 minute(s) de lecture

Nous indiquions dans notre **Note de janvier** que « l'année 2021 pourrait s'avérer plus complexe pour les marchés que ce qui semble généralement admis ». Cette mise en garde se confirme dès ce mois de mars, les marchés commençant à bruisser du risque que pourrait leur faire courir une poursuite de la hausse déjà enclenchée des taux d'intérêt à long terme, en particulier américains. Les taux d'intérêt ayant parfois la fâcheuse idée de prolonger leurs mouvements initiaux d'une accélération soudaine, il nous semble justifié d'expliquer davantage notre réflexion sur ce sujet dès maintenant. L'expérience suggère qu'en général une hausse des taux d'intérêt dans sa phase initiale envoie un message plutôt favorable aux marchés d'actions : elle signale une embellie économique et ne menace pas encore une détérioration importante du coût du capital. Cette analyse est confortée aujourd'hui par le niveau absolu des taux d'intérêt, très loin de ceux qui historiquement ont pu poser un problème pour la valorisation des actifs risqués. Ces facteurs expliquent en grande partie que jusqu'à présent les marchés d'actions aient pris avec beaucoup de philosophie la volatilité subie par les marchés obligataires : les taux des emprunts d'État américains à dix ans sont passés en seulement deux mois de 0,9% à 1,47%, tandis que l'indice actions MSCI Monde a encore progressé de plus de 4% pendant cette période. Mais une prise en compte un peu plus large des éléments de contexte débouche sur un diagnostic plus complexe pour l'avenir.

Une année 2021 sous stéroïdes

Comme expliqué dans notre Note de janvier, la conjonction de politiques budgétaires et monétaires historiquement favorables, d'un effet de base hors normes, et de découvertes de plus en plus encourageantes concernant l'efficacité des vaccins va probablement produire en 2021, en tout cas aux États-Unis, l'un des plus forts rythmes de croissance économique depuis les années 1980. On ne saurait s'étonner dans ce contexte que les mouvements spéculatifs, alimentés par une liquidité surabondante, se soient empilés sur l'optimisme de l'analyse fondamentale pour pousser les marchés actions toujours plus haut. Mais également que l'accélération du rythme de l'inflation, qui sera lui aussi gonflé par l'effet de base d'ici quelques mois (il s'était effondré avec la chute de la consommation et du prix du pétrole au printemps 2020), n'a jusqu'à présent été perçu que comme le symptôme heureux de la « normalisation » économique tant espérée. La hausse de l'inflation réduira d'autant les taux d'intérêt réels (taux nominaux moins inflation) et rendra du même coup la dette plus supportable et l'attrait des actions plus évident encore. La question devient donc : des taux d'intérêt réels négatifs et la poursuite du « quantitative easing » sur un rythme inchangé pouvant de moins en moins se justifier dans une économie qui croît au rythme de 5% à 6%, quand les banques centrales risquent-elles de ruiner l'ambiance en pré-annonçant un resserrement de leur politique monétaire ?

> En faisant monter les taux réels à long terme, les marchés signalent à la Fed qu'il y a un coût croissant à ne rien faire

Premiers signaux

Lors de son discours devant le Sénat américain le 23 février dernier, le président de la Réserve fédérale américaine Jerome Powell a confirmé n'avoir aucune intention de durcir sa politique monétaire pour l'instant (après s'être un peu inquiétés les jours précédents, les marchés d'actions sont repartis de l'avant sur cette bonne nouvelle). Ce message corrobore celui qu'il avait passé l'été dernier lors du traditionnel sommet annuel des banquiers centraux à Jackson Hole : c'est la moyenne à long terme de l'inflation qui est ciblée désormais, et non plus son niveau immédiat. Donc, même si ce dernier venait à fortement accélérer dans les prochains mois, principalement par effet de base, la Fed resterait de marbre selon sa nouvelle doctrine. Pourtant, à peine quelques jours plus tard, les taux obligataires se tendaient de nouveau, et les marchés actions accusaient le coup.

Les marchés influencent la politique monétaire, au moins autant que l'inverse

L'explication de cette fébrilité tient à ce que, dans l'optimisme général, l'attentisme ostensiblement affiché par la Fed commence à faire craindre que, en cas de croissance toujours forte au-delà de 2021, la Fed doive alors précipiter d'autant plus le resserrement de sa politique monétaire pour éviter la surchauffe. C'est ce que l'accélération de la hausse des taux longs traduit : non seulement les anticipations d'inflation à moyen terme se sont tendues, mais celles des taux d'intérêt réels (au-delà de l'inflation) aussi. On notera de plus que la Fed anticipe aujourd'hui une croissance économique aux États-Unis de « seulement » 4,2% cette année. Ceci nous semble très en dessous de la réalité. Elle semble faire peu de cas du plan de sauvetage déjà voté par la Chambre des représentants de 1 900 milliards de dollars, bientôt vraisemblablement doublé d'un plan de dépenses d'infrastructures de taille similaire, et d'un rebond de la consommation probable à la faveur de l'immunité collective au coronavirus bientôt atteinte aux États-Unis. La reconnaissance un peu plus tard dans l'année de cette sous-estimation pourrait offrir à la Fed la justification d'une remise en cause de son attentisme. Autrement dit, en faisant chaque jour monter un peu plus les taux réels à long terme, les marchés signalent à la Fed qu'il y a un coût croissant à ne rien faire.

> Joe Biden, appuyé par une majorité absolue au Congrès, complète la démolition de l'ancien régime économique en s'engageant sur un programme de relance budgétaire sans précédent

La clé du problème pour les marchés réside dans un changement de régime

La décennie qui a suivi la grande crise financière de 2008 a été caractérisée par des politiques monétaires extrêmement accommodantes, accompagnées de politiques budgétaires très timides, car contraintes par la doxa de l'orthodoxie financière. Il en est résulté des croissances économiques médiocres, des progressions salariales faibles, et en revanche des actifs financiers dopés par les taux bas. La crise de 2020 a dynamité une première fois cette approche, en obligeant les gouvernements à tourner radicalement le dos à la rigueur budgétaire (voir notre Note de janvier « Le Virus et le Rubicon »). Puis Joe Biden, élu à la présidence des États-Unis, appuyé par une majorité absolue au Congrès, a complété la démolition de l'ancien régime en s'engageant sur un programme de relance budgétaire sans précédent qui cible explicitement la croissance réelle et la réduction des inégalités. Autrement dit, au moment où étaient atteintes les limites de l'efficacité et de l'acceptabilité sociale du traitement de la crise par la seule politique monétaire, c'est la politique budgétaire qui a été brandie comme nouveau fer de lance de la politique économique. Ce changement de régime a d'abord provoqué une hausse des anticipations d'inflation (puisque cette fois les consommateurs profiteront des mesures de soutien), qui ont grandement contribué pour les marchés actions à la hausse des taux obligataires. Mais depuis quelques semaines les marchés obligataires, anticipant que la Fed devra à terme durcir sa politique, ont poussé les taux réels de long terme à la hausse. Cette configuration est naturellement beaucoup moins bénigne pour les marchés actions, qui à la toute fin du mois de février ont commencé à subir leurs premiers craquements. Il est encore trop tôt pour juger si la correction des marchés obligataires aura finalement raison de l'optimisme des économistes au-delà de 2021. Mais, en attendant, le changement de régime des marchés invite à la prudence sur les marchés de taux comme sur ceux d'actions.

Que faire ?

Un régime de marché de plusieurs décennies ne s'inverse pas si facilement. Dans un premier temps, il est naturel qu'il soit précédé d'une hausse de la volatilité. Celle des marchés obligataires a largement commencé, celle des marchés d'actions suit logiquement. Pour cette raison, nous avons réduit ces dernières semaines l'ensemble des risques dans nos portefeuilles, tant obligataires qu'actions, par des opérations de couverture, sur le Nasdaq principalement et sur les taux longs américains. Dans le même temps, la croissance effective de l'économie au-delà du rebond de 2021 nécessitera encore beaucoup de soutien budgétaire, dépenses que la correction des marchés obligataires pourrait encore enrayer. Nous conservons donc précieusement en portefeuille, aux côtés des valeurs qui profiteront de la réouverture des économies, les valeurs de croissance dont nous avons la conviction que la visibilité sur leurs résultats ainsi que leur « pricing power » en cas de remontée de l'inflation seront des atouts précieux dans tous les scénarios.

Source : Carmignac, Bloomberg, 01/03/2021

Stratégie d'investissement

Actions

La rotation sectorielle des valeurs de croissance vers les secteurs dits « value » a accéléré en ce début d'année, portée par l'anticipation d'une réouverture des économies associée à un soutien budgétaire américain sans précédent. Cet enthousiasme macro-économique a finalement provoqué une correction des secteurs les plus sensibles aux taux d'intérêt comme la consommation de base, les services aux collectivités et la technologie, sur fond de craintes de hausse des taux longs, en particulier aux Etats-Unis.

Les facteurs de soutien aux marchés actions étant moins nombreux depuis quelques semaines, nous avions pris des bénéfices sur les valeurs affichant les valorisations plus élevées - notamment en Chine - et mis en place des couvertures ciblées sur le marché américain. Nous conservons cette prudence de court terme en attendant que les valorisations reflètent davantage les fondamentaux ainsi que le nouveau régime de taux d'intérêt qui pourrait se profiler. Concernant la structure de nos portefeuille actions, nous avons choisi de nous exposer à la réouverture des économies de manière sélective à travers des entreprises affichant des perspectives attractives à la fois à court terme et à long terme. Ces investissements viennent équilibrer notre cœur de portefeuille axé sur la croissance séculaire. Nous maintenons ainsi nos investissements liés à l'activité touristique en Europe en parallèle de notre exposition au secteur du luxe qui devrait profiter du retour de la consommation alors que les taux d'épargne ont atteint des plus hauts.

La visibilité sur la croissance des bénéfices à moyen terme reste notre premier critère de sélection. Ce critère tend à écarter les titres de mauvaise qualité. Notre recherche se concentre sur des entreprises qui : disposent d'une forte capacité à contrôler leurs marges - notamment en cas de hausse de l'inflation ; savent s'ajuster face aux évolutions structurelles des modes de production et de consommation ; peuvent résister en cas de déception sur la croissance - scénario qui ne peut être écarté. Si la valorisation de ces titres est souvent pointée du doigt, il est intéressant d'observer que le mouvement récent a conduit une valorisation moyen-terme des actions de croissance en ligne avec les titres « values ».

Obligations

Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans - déterminant le prix d'une grande partie des actifs financiers - est passé de moins de 1% en début d'année à plus de 1,6%. La première phase du mouvement de hausse s'est accompagnée d'une amélioration des anticipations d'inflation, mais de taux réels toujours très accommodants. Cependant, depuis quelques semaines, le mouvement de hausse des taux s'est accéléré et a été cette fois accompagné d'une hausse des taux réels et d'un léger repli des anticipations d'inflation. Cette combinaison met en risque les actifs les plus sensibles aux taux d'intérêt.

Dans ce contexte, notre stratégie obligataire allie prudence et gestion tactique. Sur les taux cœurs, le mouvement récent a été similaire en Europe et aux Etats-Unis alors que la situation reste différente. En Europe, la situation économique et sanitaire continue d'être incertaine alors qu'aux Etats-Unis, l'économie bénéficie d'un plan de relance fiscal sans précédent et d'une campagne de vaccination bien plus efficace. Nous restons donc vendeur de la dette souveraine américaine. En revanche, si pour l'instant, nous restons à l'écart de la plupart des dettes souveraines européennes, des opportunités pourraient apparaitre si le mouvement de correction venait à s'accentuer. Les marchés du crédit ont fait preuve d'une relative stabilité. La prudence s'impose néanmoins car les marges de crédit n'offrent que très peu de protection face à une forte remontée des taux. Nous avons donc réduit le risque en prenant des profits sur nos principales positions et en mettant en place des couvertures.

Sur le front de la dette émergente, notre positionnement reste très sélectif sur des opportunités spécifiques comme la Chine et la Roumanie. Par ailleurs, nous avons mis en place des positions vendeuses sur les économies les plus vulnérables à une reprise de l'inflation, à l'instar de la Pologne où la Banque centrale risque de resserrer plus rapidement que prévu sa politique monétaire afin de ne pas perdre le contrôle sur l'inflation. Dans l'ensemble, si cette correction rapide et indiscriminée des taux globaux pourrait permettre des opportunités tactiques, nous nous méfions de l'éventualité d'un changement de régime.

Ceci est un document publicitaire. Cet article ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement. Les informations contenues dans cet article peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La référence à certaines valeurs ou instruments financiers est donnée à titre d'illustration pour mettre en avant certaines valeurs présentes ou qui ont été présentes dans les portefeuilles des Fonds de la gamme Carmignac. Elle n'a pas pour objectif de promouvoir l'investissement en direct dans ces instruments, et ne constitue pas un conseil en investissement. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur ces instruments avant la diffusion de la communication. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment.