Des marchés financiers pris entre confiance et défiance excessives

Auteur(s)
Gergely Majoros

Publié
13 Septembre 2021

Longueur
8 minute(s) de lecture

Au sortir de l'été, dans un environnement de bonne tenue des marchés actions, deux sujets méritent une attention particulière de la part des investisseurs. Le premier est celui du récent durcissement de l'environnement réglementaire en Chine. Le deuxième, tout aussi important pour les marchés actions, est celui de la trajectoire à venir des rendements obligataires.

La question du risque politique chinois

L'intervention réglementaire récente visant en particulier certains segments de la nouvelle économie chinoise est sensiblement plus sévère que les fois précédentes en 2015 et 2018. Elle s'est attaquée à plusieurs sous-secteurs de la nouvelle économie en peu de temps et elle a pour objectif de corriger un certain nombre d'excès de façon durable (positions dominantes, inégalités), dont l'impact sur les valorisations a été significatif. Faut-il pour autant anticiper qu'au nom de l'objectif de prospérité commune ou au nom de la rivalité stratégique américano-chinoise dans la tech, les autorités de Pékin affaiblissent durablement les grandes sociétés internet, s'attaquent à la propriété privée et aux structures légales (« entités à détenteurs de droits variables »), créées pour permettre les cotations étrangères de sociétés chinoises ? Nous sommes convaincus que non.

Cette logique serait en totale contradiction avec la volonté stratégique et nécessaire d'ouverture progressive des marchés de capitaux chinois. Mis en place il y a quelques années, le « stock-connect » entre Hong Kong et les Bourses chinoises a réussi aujourd'hui à créer un flux continu d'investissements financiers vers la Chine, marquant ainsi une étape décisive dans l'ouverture des marchés chinois. Cette logique contreviendrait aussi à l'objectif de long terme de faire évoluer le yuan vers le statut de monnaie de réserve internationale.

D'ailleurs, la Commission centrale de la finance et des affaires économiques chinoise (Central Financial and Economic Affairs) vient de clarifier les objectifs sociétaux du parti, en insistant sur le côté progressif des changements, et sur la volonté de maintenir une situation propice à la bonne santé du secteur privé en Chine. De même, un certain nombre de déclarations des autorités chinoises ces derniers jours viennent confirmer l'importance de la place financière de Hong Kong pour la Chine et souligner la volonté chinoise de ne pas vouloir mettre un terme aux cotations sur les Bourses américaines.

Vu la sévérité de l'intervention réglementaire actuelle, faut-il au moins commencer à intégrer un risque politique chinois davantage plus élevé dans les modèles de valorisations des sociétés chinoises ? Nous ne le pensons pas non plus.

La plupart des mesures annoncées restent cohérentes avec les objectifs et ambitions politiques de long terme du parti communiste chinois. Pour brutale qu'elle soit, la volonté des autorités chinoises, au nom de la prospérité commune de s'attaquer aux effets néfastes de plus en plus flagrants sur la société civile des positions dominantes atteintes par certains leaders de la nouvelle économie, n'est pas par nature très différente des soucis exprimés fréquemment dans les économies occidentales. De même, la problématique d'inégalités croissantes entre les chances de réussite des enfants, qui n'est pas l'apanage de la Chine, se manifestait dans le secteur de l'éducation par les coûts exorbitants du tutorat extra-scolaire ou dans la flambée des prix de l'immobilier dans les périmètres des bonnes écoles. Dans le secteur des livraisons de repas, la précarité du travail des millions de livreurs indépendants devenait un problème social, pour ne citer que quelques exemples.

Nous jugeons que la Chine reste un marché dans lequel on peut parfaitement continuer d'investir

La vague actuelle de mesures réglementaires ciblant certaines sociétés de la nouvelle économie chinoise a provoqué une divergence majeure de leur comportement boursier avec les valeurs technologiques américaines (l'indice Nasdaq Golden Dragon China, qui regroupe un certain nombre de leaders de la tech chinoise, a baissé de 27 % sur les huit premiers mois de l'année, alors que l'indice Nasdaq Composite a gagné 18 % au cours de la même période). Elle a même entraîné la correction de certains segments de la cote chinoise, qui n'étaient pas directement visés par les nouvelles mesures. A titre d'exemple, par effet de contagion les sociétés fournissant l'infrastructure nécessaire aux acteurs d'internet, celles par exemple opérant dans le cloud ou les centres de données, ont aussi perdu une grande partie de leur capitalisation boursière. Ainsi, beaucoup de sociétés affichent-elles aujourd'hui des valorisations très attractives par rapport aux multiples historiques et aux sociétés américaines comparables.

Pour toutes ces raisons, nous jugeons que la Chine reste un marché dans lequel on peut parfaitement continuer d'investir, à condition d'être positionné de façon sélective. Nous maintenons ainsi nos convictions sur une sélection de valeurs de la nouvelle économie chinoise. Notre approche reste fondée sur l'identification de sociétés à fort potentiel de croissance, bien gérées et avec des bilans sains, bénéficiant de tendances longues et visibles. Enfin, vu la rapidité et l'évolution récente des annonces, il nous semble de plus en plus plausible de penser que la visibilité sur le nouvel environnement réglementaire devrait s'améliorer progressivement. Cela permettra aux investisseurs de commencer à intégrer les nouvelles informations dans les valorisations et juger par eux-mêmes de l'attractivité élevée de ces sociétés.

Les marchés de taux sans direction pour le moment

En ligne avec notre scénario central de ralentissement cyclique à venir, présenté dans notre dernière note de juillet intitulé «L'implacable réalité du cycle économique », les rendements sur les marchés de taux ont repris leur direction baissière depuis le début de l'été. Faut-il pour autant continuer à se positionner sur une baisse des rendements pour les prochains mois ? Nous n'en sommes pas convaincus.

La reprise attendue sur le marché de l'emploi pourrait provoquer à terme une hausse significative des salaires pour les emplois peu qualifiés notamment. Par ailleurs, certains composants dans le calcul des chiffres mensuels d'inflation comme les loyers (représentant 40 % du panier), devraient prendre le relais des hausses de prix dues aux perturbations des chaines d'approvisionnement, et ainsi provoquer une hausse plus durable de l'inflation.

La Fed pourrait se retrouver confrontée à une forme de 'stagflation 2.0'

La Fed semble s'engager sur le chemin de la normalisation de sa politique monétaire, mais de façon très graduelle. Son principal indicateur, le marché de l'emploi, commence à montrer des signes de tension, même si le variant delta reste un point de vigilance non négligeable. A la suite de la réunion de Jackson Hole, le début de la réduction des achats quantitatifs se dessine pour cette fin d'année, probablement pour le mois de décembre. La situation reste cependant délicate pour la Fed. La réduction du soutien budgétaire en 2022 va sans doute contribuer au ralentissement de l'économie américaine. Son rythme de croissance devrait toutefois demeurer largement supérieur à son potentiel et donc continuer à générer des tensions sur les prix. Ainsi, la Fed pourrait se retrouver confrontée à une forme de « stagflation 2.0 », c'est-à-dire de ralentissement économique accompagné d'une remontée des anticipations inflationnistes, qui rendrait la définition d'une politique monétaire optimale singulièrement délicate.

Les perspectives de soutien budgétaire de l'administration Biden demeurent incertaines. Des progrès significatifs semblent avoir été accomplis récemment sur les modalités de la mise en place des prochains plans de soutien. Il reste néanmoins très audacieux pour l'administration Biden de vouloir faire passer deux plans de soutien massifs en quelques mois, avant les élections de mi-mandat de 2022, à savoir un plan d'infrastructure physique « bipartisan » et un autre plan d'« infrastructure humaine ». Il nous semble que la visibilité sur ces plans de soutien puisse difficilement s'améliorer avant le mois d'octobre, au plus tôt.

En Europe, la situation demeure moins aiguë qu'aux États-Unis. Les anticipations inflationnistes, trop faibles aujourd'hui au regard de l'objectif de la Banque centrale européenne, vont rester au cœur de sa réflexion. Le débat sur une prolongation du programme actuel (PEPP), prévu à [illegible] scénario de retour automatique au programme d'achat précédent (APP). Cette politique monétaire plus accommodante [illegible] nos portefeuilles à plus de sensibilité taux en Europe, tout en restant extrêmement sélectifs.

Pour toutes ces raisons, un positionnement fortement directionnel sur les marchés de taux nous semble prématuré à ce stade. Notre gestion des marchés de taux est donc prudente et flexible.

Ainsi, une confiance aveugle dans les décisions de politique monétaire à venir nous semble-t-elle aussi injustifiée aujourd'hui qu'une défiance excessive à l'égard de la Chine. Dans notre gestion obligataire, nous maintenons une grande prudence et sommes prêts à nous adapter à l'évolution du contexte monétaire et budgétaire. Du côté de notre gestion actions, nous surpondérons les valeurs de croissance résilientes à un scénario de croissance économique potentiellement décevante et nous conservons précieusement nos positions en Chine sur une sélection de valeurs à très fort potentiel, dont le prix est récemment redevenu particulièrement attractif.

Stratégie d'investissement

Actions

Au cours de l'été, les marchés actions ont poursuivi leur progression de manière désynchronisée. Dans les pays développés, le rebond a été tiré par des résultats du deuxième trimestre en hausse et un environnement de taux toujours favorable aux actifs risqués. En revanche, dans les émergents, les annonces du gouvernement chinois en faveur d'une réglementation accrue des très grandes entreprises ont engendré une baisse du marché chinois. Le gouvernement est en train de clarifier son ambition, ce qui devrait aider le marché à mieux appréhender la situation et ainsi à se stabiliser.

Nos participations dans des entreprises chinoises sont très sélectives, et sont concentrées sur les entreprises opérant en Chine, et alignées sur les plans gouvernementaux de long terme. Nos investissements continuent d'offrir des perspectives de croissance attractives et à partir des niveaux actuels, ces derniers recèlent selon nous d'un fort potentiel d'appréciation. Nos titres se concentrent autour des secteurs suivants : technologie (acteurs du cloud, semi-conducteurs et Internet), santé et énergies renouvelables. JD.com, numéro 2 du e-commerce, devrait, à titre d'exemple, être peu impacté par les évolutions réglementaires grâce à un statut différent de celui des conglomérats, et au fait que l'entreprise contrôle sa logistique et donc emploie directement les livreurs.

Dans le monde développé, les indicateurs avancés d'activité commencent à se retourner alors que l'inflation pourrait surprendre à la hausse. En parallèle, les attentes de résultats s'affichent en baisse à mesure que les investisseurs se concentrent sur les perspectives de 2022. Nous restons donc concentrés sur des entreprises qui devraient bénéficier de ce contexte en offrant à la fois une croissance à forte visibilité et un pouvoir de fixation des prix élevé. Or il s'avère que très peu d'entreprises sont capables de prospérer dans ce type d'environnement. Microsoft constitue un bon exemple de cette rare résilience en ayant pu augmenter les prix de sa Suite Office pour la première fois depuis dix ans. Dans l'ensemble, la sélection de valeurs devrait donc redevenir notre principal moteur de performance dans un environnement où les divergences de performance pourraient s'accroître.

Obligations

Jerome Powell, le président de la Fed, a confirmé à la conférence de Jackson Hole qu'il était favorable à entamer la baisse des interventions avant la fin de l'année, si les chiffres de l'emploi se confirment. L'avenir des taux américains à court/moyen terme reste complexe avec, d'un côté, la vague du variant Delta, la dynamique de l'emploi, les incertitudes budgétaires et sur la consommation, et, de l'autre, des pressions inflationnistes grandissantes qui pourraient être moins transitoires qu'attendu. Cette incertitude se reflète dans le comportement des marchés sur les dernières semaines.

Dans ce contexte, nous affichons une sensibilité aux taux d'intérêt à de niveaux modérés. En Europe, nous avons tactiquement réduit la voilure sur les emprunts d'État non cœurs sur lesquels nous étions positionnés au cours des derniers mois. Sur le segment des emprunts d'État, notre préférence reste donc pour des pays qui disposent d'une réelle marge d'assouplissement de leur politique, à l'image de la Chine. Le pays déjà bien avancé dans le cycle affiche des taux réels largement positifs et des marges de manœuvre monétaires et fiscales qui contrastent vivement avec la répression financière à l'œuvre sur les marchés occidentaux.

Sur le crédit, le potentiel retrait des liquidités et la moindre dynamique de croissance pourraient être un facteur d'écartement des spreads de crédit. Cependant, dans ce cycle atypique où la répression financière et les taux réels très négatifs perdurent, une sélection très active des positions devrait être récompensée.

Source : Carmignac, Bloomberg, 31/08/2021

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.