L'implacable réalité du cycle économique

Auteur(s)
Kevin Thozet

Publié
12 Juillet 2021
Longueur
9 minute(s) de lecture

Depuis près d'un an, les marchés financiers ont bénéficié d'une reprise sous stéroïdes tant sur le plan monétaire que budgétaire. Cette situation a pu laisser planer le doute sur la possibilité de voir certaines économies, notamment américaine, s'échapper de la force de rappel que constitue le cycle économique à grand renfort de dépenses budgétaires et de soutien monétaire prétendument inconditionnel.

Mais à mesure que le cycle avance, une fois que la reprise de la croissance ne constitue plus le principal enjeu, que les mesures exceptionnelles ont permis de ramener l'économie sur une trajectoire plus engageante, les banques centrales se font, elles, moins présentes. Elles se focalisent davantage sur la stabilité des prix et celle du système financier que sur la croissance. En parallèle, nombre de mesures – ou d'annonces – de soutien budgétaire se font moins prégnantes dans un contexte où le consensus politique et économique sur la trajectoire à suivre est moins évident, la croissance économique étant de plus en plus autonome. Bref, la réalité du cycle économique reprend ses droits vis-à-vis des mesures d'urgence qui ont été mises en place pour faire face à la crise.

Cela n'est pas sans soulever de nombreuses questions ; ce d'autant plus au regard de l'importance prise par les mesures de soutien dans ce cycle si particulier. Que se passe-t-il quand les stimulants disparaissent tant sur le plan monétaire que budgétaire ? Quid lorsque les marchés retrouvent un environnement plus « normal » ? Le risque est-il de les voir chuter ? Sont-ils rattrapés par la gravité ? Ou reprennent-ils la trajectoire qu'ils ont tendance à suivre sur le long terme ?

Nous l'avons souligné de nombreuses fois ces derniers mois, les États-Unis font, une nouvelle fois, figure de modèle dans le pendant et l'après de cette crise.

Vers le point d'inflexion dans la politique monétaire

Campant sur son scénario de base selon lequel la poussée d'inflation est transitoire mais reconnaissant que le risque de voir cette dernière plus persistante qu'initialement envisagé était bien réel, la Réserve Fédérale (Fed) a fait évoluer sa communication et a durci sa position ; laissant présager un ralentissement du rythme des achats d'actifs dans les mois qui viennent – possiblement dès cet automne si les publications économiques restent bien orientées.

Ce changement de braquet devrait être très progressif et la perspective de voir la banque centrale américaine retrouver le chemin d'une politique monétaire plus conventionnelle visiblement rassure, comme semble en attester la réaction des marchés. Les taux d'intérêt des maturités les plus courtes – les plus sensibles aux anticipations des évolutions de politique monétaire – sont remontés. Et dans le même temps les taux d'intérêt les plus longs – qui tendent à refléter davantage des anticipations de croissance à long terme – ne montent pas, voire sont à des niveaux inférieurs à ceux qui prévalaient avant ce changement de ton. Cela explique également la bonne tenue des actifs dits « risqués ».

M. Jerome Powell, le président de la Fed, signale qu'il est aussi là pour veiller à ne pas se laisser déborder par l'inflation. Ainsi les perspectives de voir l'économie américaine sortir de la trajectoire que constitue le cycle économique classique s'éloignent quelque peu. L'erreur de politique monétaire – surchauffe ou au contraire durcissement brutal – n'est pas l'interprétation du marché ; pour autant, cela pourrait faire remonter quelques problèmes à la surface.

D'une part, maintenant que les anticipations d'inflation se sont redressées, l'attention se porte de plus en plus sur le marché de l'emploi. Et cette dépendance accrue vis-à-vis de publications économiques tend à être une source de volatilité – ces publications étant elles-mêmes volatiles, sujettes à révision et à des ajustements saisonniers d'autant plus hasardeux que ce cycle économique est singulier.

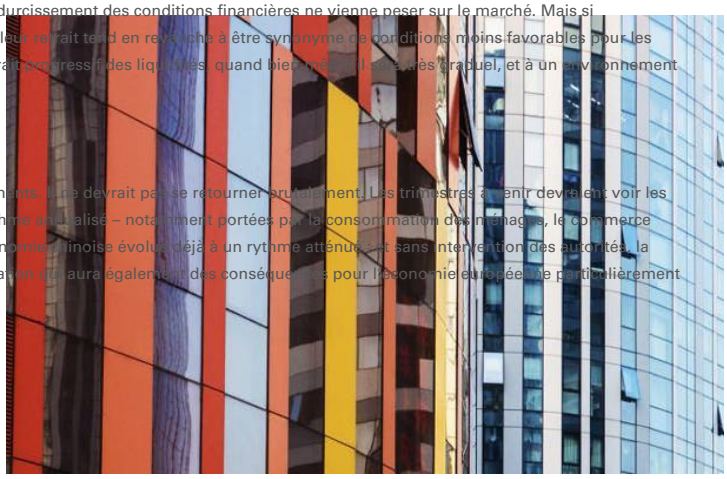
Le risque est de voir la Fed contrainte de remonter ses taux directeurs dans un contexte de marché de l'emploi particulièrement vigoureux , alors même que le système financier ne peut se le permettre – du fait d'un endettement considérablement élevé qui le rend extrêmement sensible aux niveaux des taux d'intérêt. C'est tout le paradoxe du monde dans le lequel nous évoluons, une poussée inflationniste (nourrie par une hausse des salaires et/ou de l'immobilier) pourrait se transformer en un choc déflationniste *in fine*; du fait du dégonflement des bulles spéculatives[3] induites par des politiques excessivement favorables. Aussi le chemin que va devoir emprunter M. Powell est-il éminemment sinueux et donc sujet aux potentiels faux pas de politiques monétaires, d'autant plus que l'économie croît très fortement.

Le cycle économique avance : il convient d'être d'autant plus attentif à la vigueur de la croissance

D'autre part, quand bien même il peut sembler lointain, ce durcissement à venir de la politique monétaire (et donc des conditions financières) induit à terme une croissance économique moins vigoureuse ; c'est bien la finalité de ce changement de direction. Toute action induit une réaction, il convient donc de bien l'intégrer.

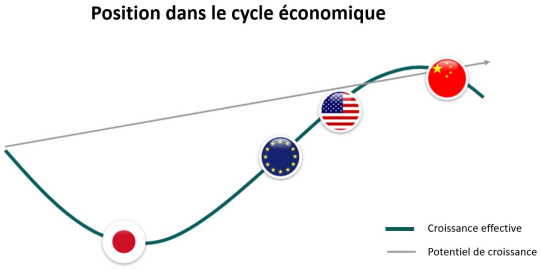
Et si les États-Unis tendent à être le marché leader, ce phénomène n'est pas isolé. Comme nous l'indiquions le mois dernier, d'autres banques centrales des pays dits « développés » commencent également à préparer les marchés à ce changement de ton. Il en va de même pour certaines économies dites « émergentes » où ce virage a déjà été amorcé et/ou dans lesquelles les investisseurs anticipent déjà un durcissement des politiques monétaires dans les mois à venir.

Les banques centrales semblent, pour l'instant, très bien négocier ce virage sans que ce durcissement des conditions financières ne vienne peser sur le marché. Mais si l'abondance de liquidités est bénéfique aux actifs cycliques et aux stratégies de portage, leur retrait tend en revanche à être synonyme de conditions moins favorables pour les marchés financiers. Aussi convient-il de commencer à se préparer dès à présent à un retrait progressif des liquidités, quand bien même il s'opérera graduel, et à un environnement de politiques monétaires moins généreuses.



Des largesses budgétaires qui s'essoufflent

Le cycle économique est également tributaire de la politique économique des gouvernements. Il ne devrait pas se retourner brutalement. Les trimestres à venir devraient voir les économies américaines et européennes enregistrer une croissance à deux chiffres en rythme annualisé – notamment portées par la consommation des ménages, le commerce mondial et la reprise du tourisme. Du fait de sa position plus avancée dans le cycle, l'économie chinoise évolue déjà à un rythme atténué et sans intervention des autorités, la croissance devrait être inférieure à son potentiel d'ici la fin de l'année en Chine. Une situation qui aura également des conséquences pour l'économie européenne particulièrement sensible à la croissance chinoise.



Source: Carmignac

On ne s'attend pas à ce que la deuxième partie de l'année 2021 soit caractérisée par une contraction budgétaire, mais le temps du retrait progressif des mesures exceptionnelles qui prévalent depuis dix-huit mois viendra également. Et si elles ont permis de préserver de nombreux emplois et de prévenir une crise de solvabilité, elles ont également été synonymes d'une baisse du nombre de défauts par rapport à une année « normale », c'est assez exceptionnel pour être souligné ! Aussi peut-on s'attendre à ce que le retrait de ces lignes de survie s'accompagne d'une recrudescence des défaillances d'entreprises à terme. Là encore la réalité du cycle économique risque de nous rattraper – prêchant pour une sélectivité forte sur les marchés du crédit.

En parallèle, les ambitions budgétaires de l'administration Biden devront, selon toute vraisemblance, être revues à la baisse, d'autant plus dans un contexte de négociations difficiles compte tenu de la majorité fragile dont « bénéficie » le parti démocrate. Aussi le risque est-il bien de voir une impulsion budgétaire moindre qu'initialement anticipé cette année, et de voir cette expansion évoluer vers une contraction budgétaire dès l'année prochaine.

Adapter les portefeuilles à cette perspective de moindre soutien monétaire et budgétaire

Le cycle économique progresse. S'aventurer à prévoir son point haut est toujours un exercice délicat, mais lors des cycles précédents, c'est bien le retrait des liquidités des banques centrales qui a marqué le début du retournement. Pour le moment, le virage monétaire semble bien négocié, les marchés anticipent désormais une hausse de taux directeurs à compter de novembre 2022, venant peser davantage sur les espoirs de voir une croissance durablement plus vigoureuse à terme, et donc sur les taux longs également. Aussi les mois qui viennent pourraient voir une moindre volatilité sur les marchés obligataires. Nous y avons tactiquement neutralisé nos positions vendeuses et nous nous attendons à voir ce mouvement d'aplatissement de courbe des taux perdurer du fait de l'ambivalence de la fonction de réaction de la Fed.

Cette phase du cycle économique et cet environnent tendent à être particulièrement avantageux pour les valeurs dont les trajectoires de croissance bénéficiaire sont plus autonomes, moins dépendantes du cycle économique. Elles constituent la colonne vertébrale de nos investissements.

Stratégie d'investissement

Actions

Les marchés actions sont devenus plus hésitants sur les dernières semaines, conduisant à un changement de leadership de marché. En effet, la rotation sectorielle s'est inversée avec les valeurs de croissance qui ont surperformé les titres dits « value ». Les craintes sur l'inflation ont entraîné un changement de discours de la part de la Réserve Fédérale à un moment où la croissance des résultats des entreprises pourrait décélérer. Par conséquent, l'éloignement d'un risque de surchauffe pourrait conduire à une poursuite de la rotation vers les valeurs de croissance.

Dans ce contexte, nous avons donc réduit nos positions sur les indices cycliques tels que les industrielles américaines ou les banques européennes. En parallèle, nous poursuivons la réduction de nos titres sensibles à la réouverture des économies. Notre priorité à cette période de l'année est de réduire le risque lié aux positions dérivées indicielles pour privilégier une exposition aux actions liées à nos convictions idiosyncratiques.

Cependant, nous continuons à porter une vigilance particulière aux valeurs présentant des multiples excessifs dans un environnement de potentielle hausse des taux. En matière de valorisation, il faut regarder ce qu'il en est valeur par valeur, y compris pour les très grosses capitalisations dans le secteur technologique comme Facebook ou Google par exemple. Facebook affiche aujourd'hui un P/E estimé pour 2021 en ligne avec le S&P 500 et bien en deçà de sa moyenne historique. La rotation sectorielle et les incertitudes réglementaires ont pénalisé le prix de l'action mais ne prennent pas en compte les perspectives de ses actifs « cachés », comme Instagram, le e-commerce, ni l'augmentation des revenus liés à la publicité. De plus, l'environnement réglementaire autour de Facebook s'est éclairci après le rejet de deux plaintes qui accusaient le réseau social de pratiques anticoncurrentielles.

Obligations

La Réserve fédérale a infléchi son discours évoquant un probable resserrement monétaire. Ce changement de ton intervient à un moment où les premières craintes d'inflation émergent mais où la dynamique de croissance devrait se tempérer. Cet événement a entraîné un fort mouvement sur les marchés obligataires avec un aplatissement de la courbe aux États-Unis et une baisse des anticipations d'inflation. En revanche, la situation est différente en Europe, ce qui signifie que le mouvement de contagion des États-Unis vers les taux européens ne semble pas justifié par les fondamentaux et donc appelle à une gestion active.

Dans ce contexte, il est important de construire un portefeuille capable de générer de la performance tout en limitant le risque de perte lié à la hausse des taux.

Nous traitons le risque de taux principalement à travers une gestion active de nos positions vendeuses en nous concentrant sur les maturités intermédiaires. Nous avons essentiellement des positions vendeuses sur le Royaume-Uni afin de bénéficier d'un resserrement monétaire dans une économie plus en avance dans le cycle et plus exposée à la reprise que le reste de l'Europe continentale. En revanche, dans l'ensemble, nous n'avons pas de biais directionnel sur les taux cœur européens et nous sommes marginalement exposés aux taux des pays dits périphériques.

Sur le crédit, nous restons très sélectifs en étant exposés à des opportunités idiosyncratiques. Enfin, sur le front de la dette émergente, la Chine s'affiche parmi nos plus fortes convictions. La Chine nous apparaît en effet comme l'une des économies les mieux gérées du monde émergent. Elle fait preuve d'orthodoxie budgétaire et monétaire au moment où les niveaux d'endettement des agents économiques (ménages, entreprises, gouvernements) s'envolent dans les pays développés. Aujourd'hui, nous détenons de la dette en dette locale avec des rendements de l'ordre de 3%, ce qui est nettement supérieur aux dettes européenne et américaine. Le potentiel assouplissement de la politique monétaire, ainsi que l'introduction de la dette chinoise dans les indices obligataires pourraient être des soutiens supplémentaires.

Source : Carmignac, Bloomberg, 05/07/2021

[1]Depuis le 16 juin dernier, le « dot plot » montre qu'une majorité de membres du FOMC envisagent désormais de voir les taux directeurs remontés d'ici fin 2023 ; la médiane des votants étant, elle, moins accommodante indiquant deux hausses de taux sur ce même horizon.

[2]Nos analyses nous amènent à estimer que l'économie américaine devrait à nouveau se trouver dans une situation de plein emploi d'ici janvier 2023 au plus tard (en intégrant une vitesse d'absorption du surplus de travailleurs réduite du fait des spécificités de cette crise) et potentiellement dès le début 2022 dans un scénario plus normal.

[3]Les prix des actifs financiers mais également immobiliers sont plus élevés aujourd'hui qu'ils ne l'étaient avant la crise.

[4]Banque d'Angleterre, Banque du Canada, Banque centrale de Norvège, notamment.

[5]Comme au Brésil ou en Hongrie où les banques centrales ont commencé à remonter leurs taux.

[6]En Europe tout du moins, où (à l'inverse des États-Unis) les mesures de soutien ont été à destination des entreprises plutôt que des ménages. Par exemple, le nombre d'entreprises ayant connu des défaillances en France a chuté massivement pendant la crise de la Covid (une baisse de l'ordre de 40%).

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.