Le coût de la peur

Mars 2020

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

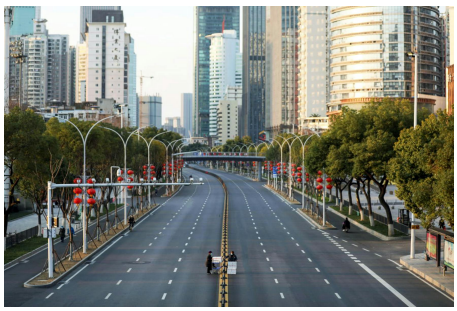
Publié
2 Mars 2020

Longueur
10 minute(s) de lecture

> Les périodes de panique sont le miroir des périodes d'exubérance : elles s'appuient sur des réalités qu'elles escaladent ensuite en anticipations extrêmes

Quelle lecture faire de la soudaine correction des marchés à la fin du mois de février, alors qu'ils avaient fort bien résisté jusqu'alors à la montée de la crise du Covid-19, et que faire en tant qu'investisseur ?

Cette crise constitue une situation inédite, un « cygne noir » non pas nécessairement au sens d'un événement dévastateur mais au sens d'événement sans précédents suffisamment comparables pour en tirer beaucoup d'enseignements utiles. Ce virus se transmet visiblement très facilement et à partir de personnes ne présentant pas nécessairement de symptômes, ce qui le rend plus difficile à contenir que ne l'était le SRAS ou le MERS. Le fait que l'on sache encore relativement peu de choses sur ce virus est naturellement une des difficultés. Néanmoins le suivi du nombre de cas d'infection recensés, figure imposée des épidémiologistes, donne quelques indications sur la trajectoire de l'épidémie.



Or cette direction est rapidement passée en Chine de la phase initiale de propagation exponentielle, propre aux épidémies, à la phase suivante de ralentissement, certainement grâce au traitement draconien du problème par les autorités chinoises. Cela a justifié la bonne tenue des marchés jusqu'au milieu du mois de février. Mais à partir de cette date, ce sont les pays hors de la Chine qui, compte tenu de la porosité initiale des frontières chinoises et des délais d'incubation, sont entrés dans leur phase initiale de propagation exponentielle, portant ainsi le spectre de l'épidémie au cœur des pays occidentaux.

La charge émotionnelle attachée à ce type de risque quand il se rapproche est visiblement capable de générer de fortes réactions de stress dans l'opinion publique. Celle-ci met alors en retour une pression considérable sur les gouvernements, ainsi que sur les entreprises, pour adopter des mesures conservatoires hors normes (fermetures des lieux publics, annulations d'événements et déplacements, confinements, etc.) sans nul doute utiles pour endiguer la propagation, mais dévastatrices pour l'activité économique immédiate. Autrement dit, la panique boursière reflète une crainte du coût économique du Covid-19, qui est lui-même dû en grande partie aux précautions sanitaires prises pour endiguer l'épidémie efficacement.

Les périodes de panique sont le miroir des périodes d'exubérance : elles s'appuient sur des réalités qu'elles escaladent ensuite, par le truchement de la psychologie de groupe devant l'inconnu, en anticipations extrêmes. Il ne nous semble pas inutile de remettre en perspective la séquence récente, avant d'en envisager les issues.

> Au contraire de 2008, cette crise ne constitue pas un choc endogène mais externe, et justifie donc d'être appréhendée comme un phénomène transitoire, soit-il violent

Un point essentiel est que cette crise sanitaire constitue un choc externe, à l'instar des attentats du 11 septembre 2001 ou de la catastrophe de Fukushima en 2011, et non pas un choc endogène, comme la crise de crédit de 2008, aboutissement de déséquilibres économiques profonds, dont la résolution est par nature extrêmement longue et difficile. Par conséquent, à la condition que cette crise sanitaire ne dégénère pas de façon totalement incontrôlée, il nous semble justifié de l'appréhender comme un phénomène transitoire, aussi violent soit-il, et de réfléchir d'ores et déjà au panorama économique qui lui succédera, avec quelles conséquences pour les marchés.

La crise sanitaire est survenue dans un contexte économique et financier particulier

Souvenons-nous que les grandes banques centrales, Fed en tête, s'étaient remises à offrir aux marchés à partir du dernier trimestre 2019 un cocktail monétaire particulièrement explosif, composé non seulement de taux d'intérêt très bas, mais aussi d'un retour en force de la création monétaire (achats d'actifs obligataires aux marchés en échange de liquidités). Cette dynamique avait depuis cinq mois porté les marchés à des niveaux historiquement élevés. Le revers de la médaille de cet activisme exceptionnel est qu'il rend la Fed aujourd'hui réticente à renforcer plus massivement encore son effort, au motif d'envoyer un message de soutien aux marchés parce qu'ils se sont retournés pendant quelques jours. La perspective de quelques baisses des taux Fed Funds est redevenue d'actualité, mais il ne faut pas en surestimer les effets sur une activité économique tétanisée par la peur d'un risque de pandémie. D'où un trou d'air boursier particulièrement violent à partir des sommets atteints, jusqu'à ce que la pression pour un regain d'intervention monétaire coordonnée s'impose.

Côté macro-économique, les indicateurs avancés du cycle global annonçaient en début d'année une phase de stabilisation, voire de léger rebond, après le fort ralentissement, surtout manufacturier, des deux années précédentes. L'Europe, en particulier, par sa nature plus cyclique, devait en être une bénéficiaire privilégiée, et notamment ses secteurs les plus liés à la demande du monde émergent. La forte ouverture de l'Europe à la Chine la frappe ainsi aujourd'hui d'une double peine : un coup de frein économique immédiat, provoqué par le choc de demande et d'offre d'un partenaire commercial majeur, et une exposition assez directe à la propagation du virus chinois. Même en cas de résolution rapide du problème sanitaire, l'Europe sera, davantage que l'économie américaine, plus fermée, otage de la dynamique que la Chine parviendra à redonner, ou pas, à son économie.

Quel potentiel de redémarrage économique en Chine ?

Il est d'ores et déjà acquis que le début d'année aura été marqué pour la Chine par une dépression très brutale de son économie. Les chiffres réels ne seront connus que plus tard, s'ils le sont jamais, mais il ne fait pas de doute que le choix de la radicalité dans le traitement du risque de propagation a sacrifié l'activité économique du premier trimestre, dont une partie importante dans les secteurs de services ne pourra pas être rattrapée. Beaucoup de petites entreprises en particulier, privées de tout chiffre d'affaires pendant de longues semaines, sont certainement déjà confrontées à des problèmes de trésorerie considérables. Ce sera, n'en doutons pas, l'une des priorités du gouvernement chinois que d'apporter une forte aide financière à ces milliers de PME.

Mais il y a loin d'un plan de soutien financier ciblé à un programme de relance économique d'envergure. Du fait des fortes contraintes externes (monnaie, balance courante) comme internes (endettement, balance budgétaire) qui s'imposent au gouvernement chinois, nous craignons à ce stade que les mesures de relance soient relativement décevantes, avec une capacité de traction sur le cycle économique mondial nettement moins puissante que lors du stimulus orchestré en 2003 suite à l'épidémie de SRAS. Au-delà de quelques mois d'un vif rebond « technique » d'activité post-crise, ne serait-ce que par reconstitution des stocks et réalisation des dépenses différées, il nous semble que la reprise économique à venir sera davantage en forme de U que de V.

La prolongation de l'exception américaine

Sur le plan économique et financier, l'avantage de la position des États-Unis est double : son économie est à ce jour relativement peu ouverte sur la Chine, et l'aversion au risque qu'a suscité la crise sanitaire a provoqué un afflux de capitaux vers la destination refuge incontournable que constituent encore aujourd'hui les emprunts d'État américains. Leur rendement à dix ans (qui évolue inversement à leur prix) qui avait commencé à se tendre en fin d'année dernière est retombé à un plus bas historique de 1,15 % le 29 février. Cet effondrement des taux d'intérêt reflète certainement aussi l'interprétation par les marchés que cette crise sanitaire provoque d'abord un choc de demande, donc déflationniste, avant de menacer l'activité économique d'un choc d'offre. Cette chute des rendements se répercute néanmoins partiellement sur le taux des emprunts hypothécaires, et permet ainsi de préserver des conditions financières relativement favorables pour les consommateurs outre-Atlantique, en dépit de la baisse des marchés d'actions et de crédit. Sur le plan boursier, ce privilège devrait aussi justifier une prolongation de la surperformance des grandes valeurs de croissance américaines, justifiée depuis dix ans principalement par la robustesse de leurs modèles économiques dans un environnement de croissance faible et de taux d'intérêt très bas.

Quelles perspectives pour les marchés ?

Les marchés financiers peuvent en théorie s'extraire indéfiniment des lois de la pesanteur : il n'y a pas de limite formelle à la création monétaire par les banques centrales, qui gonfle la prime de risque des marchés d'actions. En pratique néanmoins, les effets de l'apesanteur ne peuvent être ignorés. La hausse record des marchés actions en 2019, en dépit d'une « année blanche » durant laquelle la croissance moyenne des résultats des entreprises cotées a été proche de zéro, avait mené à une fragilisation technique qui pouvait donner lieu à tout moment à des sursauts d'instabilité. La crise virale a constitué un casus belli d'une violence insoupçonnée.

Comme nous l'avons vu précédemment, la Fed est réticente à assouplir davantage sa politique monétaire dans l'immédiat. De plus, la menace d'un choc d'offre durable qui se surimposerait au choc de demande nécessiterait des remèdes non seulement monétaires mais aussi budgétaires. Donc dans un premier temps, l'instabilité des marchés est susceptible de se poursuivre, a fortiori tant que la trajectoire de l'épidémie hors de Chine sera encore dans sa phase d'accélération, la plus anxiogène. Dans un deuxième temps devrait logiquement suivre une période de soulagement lors du retour progressif à la normale de la situation sanitaire. Mais rapidement, l'enjeu principal sera la mise en œuvre de politiques monétaires et budgétaires puissantes, capables de réparer les dégâts causés à la confiance, aux chaînes d'approvisionnement et à l'investissement.

L'augmentation du recours à l'arme budgétaire est encore loin de faire consensus en Europe, elle semble contrainte en Chine, mais ne paraît effrayer aucun des candidats à la future élection présidentielle américaine. Par conséquent, c'est probablement aux États-Unis qu'il faut anticiper l'action la plus rapide, associée à un soutien monétaire retrouvé. Un tel scénario, dont il faudra suivre l'éventuelle réalisation, pourrait se réaliser au prix peut-être d'un affaiblissement sensible du dollar américain.

Il est dans la nature humaine de chercher à se couvrir après la tempête, en regrettant de ne pas l'avoir fait davantage plus tôt. Mais si la crise sanitaire prend bien la forme attendue d'un choc transitoire, alors une stratégie adaptée à cette perspective aujourd'hui nous semble être plutôt de maintenir un taux d'exposition actions modérée, ajustée de façon active pour au moins amortir l'impact de l'instabilité des marchés, mais surtout de s'assurer de la qualité et de la robustesse de la croissance bénéficiaire des titres en portefeuille dans tous les scénarios. On remarquera à ce sujet que non seulement les États-Unis mais aussi la Chine recèlent de nombreuses valeurs de ce type dans les secteurs de la santé, des biotechnologies, de la consommation connectée et de la technologie en général, dont les valorisations sont soudainement devenues particulièrement raisonnables.

Côté obligataire, la sensibilité aux taux d'intérêt devra aussi être modérée mais gérée activement compte tenu de la faiblesse des rendements atteints. Quant au segment crédit, des dislocations pourraient survenir qui donneraient lieu à des opportunités d'arbitrage fructueux. Enfin, il peut d'ores et déjà se justifier une position en actifs corrélés au prix de l'or, qui pourra protéger les portefeuilles en cas de dépréciation de la valeur intrinsèque du dollar.

> Notre préférence stratégique pour les valeurs de croissance n'est en aucun cas une formule toute faite et vide de sens

---

Côté obligataire, la sensibilité aux taux d'intérêt devra aussi être modérée mais gérée activement compte tenu de la faiblesse des rendements atteints. Quant au segment crédit, des dislocations pourraient survenir qui donneraient lieu à des opportunités d'arbitrage fructueux. Enfin, il peut d'ores et déjà se justifier une position en actifs corrélés au prix de l'or, qui pourra protéger les portefeuilles en cas de dépréciation de la valeur intrinsèque du dollar.

Source : Carmignac, Bloomberg, 29/02/2020

Stratégie d'investissement

Actions

Les marchés actions ont été fortement secoués ces dernières semaines, pris de panique, les inquiétudes d'une épidémie chinoise évoluant vers des craintes de pandémie.

Les mouvements ont été particulièrement violents et soudains ; l'indice VIX, qui reflète les anticipations des mouvements quotidiens sur les marchés d'actions dans les semaines à venir, a touché des niveaux particulièrement élevés. La violence des mouvements de marché a été accentuée par des valorisations élevées des indices actions et par un positionnement de marché relativement agressif.

Dans cet environnement de marché hautement volatil, compte tenu des perspectives de croissance très incertaines, et de l'inconnu que représente le délai vers une reprise éventuelle de l'activité, il nous paraît important de concentrer les investissements actions sur les entreprises qui offrent le plus de visibilité et d'éviter celles qui sont le plus endettées compte tenu des pressions que l'interruption, même ponctuelle, de l'activité pourrait exercer sur la trésorerie de certaines d'entre elles.

De plus, la nature de la réponse à ce choc exogène viendra à notre avis d'abord de politiques monétaires encore plus accommodantes que de politiques budgétaires plus permissives ; si elle se produisait, cette nouvelle étape devrait également soutenir la performance relative des actions dites de croissance visible.

Aussi une construction de portefeuille robuste composée d'entreprises solides offrant une bonne visibilité de leur croissance à travers le cycle nous paraît la stratégie la plus adéquate pour naviguer dans le contexte de marché instable qui devrait prévaloir, complétée d'une gestion de l'exposition aux actions active.

Taux

Reflet de la menace que fait peser cette nouvelle souche de coronavirus sur le cycle économique, la baisse des taux d'intérêt s'est elle aussi accentuée – amplifiant davantage un phénomène pluriannuel. En effet, si les taux longs ont touché leur plus bas historique, les marchés ont également largement préempté l'action des banquiers centraux et anticipent déjà plusieurs baisses de taux d'intérêt dès les prochaines semaines. Cette situation nous a conduits à adopter une gestion tactique de notre exposition aux emprunts d'État cœurs, considérés comme refuge par les investisseurs, en remontant graduellement la sensibilité à la dette allemande et américaine au cours de la période ; et nous continuerons de le faire étant donné que, comme souvent, les marchés de taux d'intérêt ont été très en avance. Au sein des marchés de dette souveraine non cœur, nous avons graduellement réduit les expositions à la dette dite périphérique dans le mouvement de baisse des taux.

Les marchés du crédit qui jusque-là avaient été relativement préservés ont commencé à voir les marges de crédit se détériorer ; dans ce contexte, nous continuons de concentrer nos investissements sur des émetteurs et émissions spécifiques et de rester globalement prudents sur le risque de marché dans sa globalité. Il en est de même sur les marchés de la dette émergente où la remontée de la prime de risque depuis le début de l'année a été globalement compensée par la baisse des taux, les indices de dette émergente souveraine et crédit affichant des performances positives et les rendant potentiellement vulnérables.

Devises

Depuis le début de l'année, les flux des investisseurs étrangers vers les actifs américains ont soutenu le dollar ; l'attractivité des emprunts d'État américains, du fait de leur statut d'actif refuge et de la dynamique économique du pays, maintenant une pression haussière sur la devise.

Il nous apparaît que cette dynamique pourrait évoluer dans les mois à venir. D'une part, les rendements obligataires américains ont déjà beaucoup baissé, les rendant relativement moins attractifs. D'autre part, la Réserve fédérale américaine est la banque centrale qui dispose de l'arsenal le plus important pour conduire une politique monétaire accommodante, ce qui pourrait l'amener à en faire plus que ses homologues européennes et asiatiques et par ricochet à affaiblir le dollar.

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.