



Le Virus et le Rubicon



Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
11 Janvier 2021

Longueur
8 minute(s) de lecture

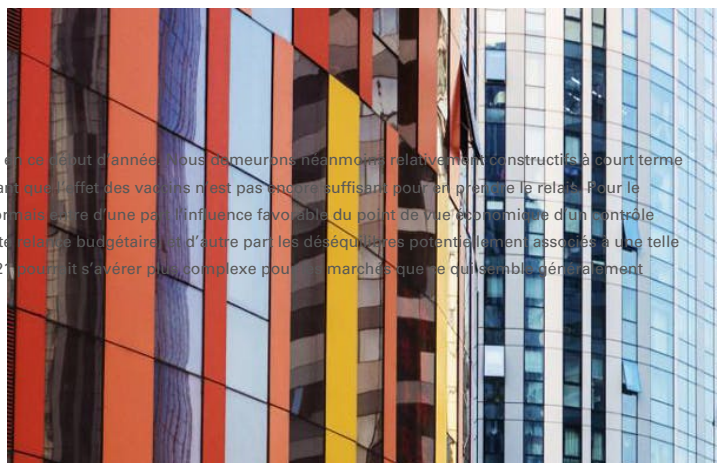


La plupart des investisseurs ont bien compris que la politique monétaire extraordinairement accommodante menée par les grandes banques centrales est devenue en 2020 plus favorable que jamais au prix des actifs financiers. Par conséquent, au moment où la campagne de vaccination à l'échelle mondiale contre le Covid permet d'anticiper aujourd'hui une reprise économique à l'horizon de quelques mois, la quasi-garantie du maintien de cette politique monétaire en 2021, voire au-delà, est très favorable pour les marchés d'actions.

La politique monétaire amplifie pour les marchés l'effet attendu des vaccins. Ce constat explique et justifie l'optimisme général qui prévaut depuis quelques mois maintenant. Mais il nous rappelle aussi l'observation avec laquelle nous concluons la Carmignac's Note de janvier 2020 : « des marchés enivrés par la dynamique de fin d'année, et ainsi exposés à une vulnérabilité croissante ». Nul ne pouvait prédire alors qu'un choc exogène d'origine sanitaire allait quelques semaines plus tard révéler l'ampleur de cette fragilité. Mais la vigilance s'imposait, et nous a servi quand la crise de marchés du début d'année est survenue ; comme nous a servi, pour saisir le rebond qui s'est en suivi, l'observation qu'une mise à l'arrêt délibérée de l'activité économique par les gouvernements garantissait en retour des plans de soutiens budgétaires et monétaires sans précédents (voir la Carmignac's Note d'avril 2020 « [Ne rien lâcher](#) »).

Nous demeurons constructifs à court terme mais le positionnement très consensuel des investisseurs en ce début d'année nous préoccupe

Nous sommes donc préoccupés par le positionnement très consensuel des investisseurs en ce début d'année. Nous demeurons néanmoins relativement constructifs à court terme sur les marchés d'actions, les gouvernements s'affirmant prêts à renforcer leur soutien tant que l'effet des vaccins n'est pas encore suffisant pour en prévoir le relâche. Pour le moyen terme, ce qui nourrit notre réflexion stratégique est la tension qui s'annonce désormais entre d'une part l'influence favorable du point de vue économique d'un contrôle absolu du Congrès américain par une majorité démocrate élue sur un programme de forte relance budgétaire et d'autre part les déséquilibres potentiellement associés à une telle perspective. Comme nous l'indiquions dans notre Note de décembre dernier, l'année 2021 pourrait s'avérer plus complexe pour les marchés que ne lui semble généralement admis.



La réalité, c'est quand on se cogne (Jacques Lacan)

L'annonce des premiers vaccins au mois de novembre dernier et le début de leur déploiement ont légitimement inauguré une nouvelle phase de marchés, celle de l'anticipation de sortie de crise. L'horizon des deuxième et troisième trimestres de l'année a rapidement été retenu par les économistes comme étant celui où se produirait le rebond de l'activité tant attendu. Ce phénomène surviendrait parce que, les campagnes de vaccination atteignant leur taille critique, elles permettraient aux consommateurs de retrouver la confiance (et l'autorisation) d'assouvir leur désir de consommer, brimé depuis si longtemps, en puisant enfin dans leur épargne de précaution excédentaire. Ce sursaut serait probablement doublé d'une accélération du restockage déjà commencé par les entreprises. La trajectoire d'un retour à la mobilité des consommateurs et à la normalisation des activités de services était désormais tracée.

Mais la réalité de ce progrès demeure pour l'instant singulièrement laborieuse. Entre les difficultés logistiques, la réticence des populations à se faire vacciner, la délicate gestion des priorités, les divergences de succès entre pays, l'horizon du retour à la normalité ne cesse de reculer. Ce contexte augmente le risque que l'endiguement de la nouvelle vague de contamination doive encore passer par de nouveaux durcissements des mesures de confinement avant que la solution soit finalement apportée par la vaccination des populations. L'éventuelle propagation à travers l'Europe du nouveau variant du coronavirus identifié récemment, sensiblement plus contagieux, renforce naturellement la probabilité et la durée de cette phase encore très difficile. Cette éventualité ne constitue pas nécessairement un risque pour la direction des marchés, si gouvernements et banques centrales poursuivent leur soutien à due proportion, mais il nous conforte dans nos constructions de portefeuille, qui continuent de faire la part belle aux actions à forte visibilité.

La perspective d'un changement de régime des marchés à moyen terme

Peut-être parce que l'année 2021 marquera le 50^e anniversaire de la fin de la convertibilité du dollar en or, qui à l'époque ouvrit la voie d'une rapide dépréciation de la monnaie américaine et facilita une forte recrudescence inflationniste (ensuite alimentée par le premier choc pétrolier), le basculement du Sénat américain dans le camp démocrate alimente un débat de plus en plus animé sur le risque d'inflation, qu'aviverait une baisse du dollar. Or presque tout dans le monde des investissements dépend aujourd'hui de l'avenir de l'inflation : les taux d'intérêt, bien sûr, mais aussi les valorisations des marchés actions, et également le destin des quelque 18 000 milliards de dette souveraine à taux négatifs. Le sujet mérite donc examen.

Incontestablement, un Congrès majoritairement démocrate encouragera l'aile gauche du parti à exiger la mise en œuvre de toutes les mesures de la plate-forme électorale sur laquelle Joe Biden a été élu, y compris les plus « progressistes ». Toutefois, gardons à l'esprit que cette majorité arrachée in extremis sera extrêmement ténue et requerra pour tout vote à la majorité un soutien d'élus modérés. Par conséquent, les mesures les plus radicales du programme économique ont peu de chance d'être mises en œuvre, même si nous nous attendons à un nouveau stimulus budgétaire significatif en 2021. Par ailleurs, le niveau de sous-emploi et les capacités de production excédentaires sont encore conséquents et les forces désinflationnistes structurelles que sont la démographie et les disruptions technologiques demeurent puissantes. Par conséquent, le risque d'accélération de l'inflation nous semble réduit sur 2021 au-delà d'un effet de base sensible mais par définition temporaire. Par ailleurs, si un certain nombre de dépenses d'investissement, notamment dans les infrastructures, font consensus, les principales mesures d'alourdissement de la pression fiscale seront en revanche probablement férocement combattues, a fortiori dans un contexte de croissance fragile. L'augmentation des taux d'imposition, notamment sur les plus-values et les entreprises, devrait être modérée, et très peu concerner 2021. Selon nos estimations, la croissance de l'économie ramènerait le déficit budgétaire américain de 16% à 10-11% en 2021, ce que les marchés et la Fed devraient pouvoir financer sans trop de difficultés. Il serait ainsi logique que le dollar continue de s'affaiblir en 2021, mais sans s'effondrer.

A moyen terme, l'implication croissante des gouvernements dans la sphère économique annonce un changement de régimes de marchés



Cette perspective plutôt bénigne à court terme ne préjuge cependant pas des tendances longues. Or gouvernements et banques centrales, singulièrement aux États-Unis, ont franchi le Rubicon en 2020. Il sera désormais extrêmement difficile, politiquement et socialement, d'inverser la tendance de l'implication croissante des gouvernements dans la sphère économique – déjà bien engagée. L'explosion conjointe des déficits publics et de la création monétaire en est la première manifestation. Dans ce contexte, le passage à une majorité démocrate au Congrès augmente incontestablement la probabilité d'une remise en cause durable du modèle économique inauguré il y a maintenant quarante ans par l'ère « Reagan-Thatcher » de déréglementation, de baisse de la pression fiscale, en un mot de retrait de l'État. La prochaine secrétaire au Trésor américain, Janet Yellen, n'a jamais fait mystère de sa vision très keynésienne en la matière. Cette nouvelle philosophie de croissance pourrait logiquement entraîner une politique assumée de redistribution de la production de richesse en faveur des salaires. Ce rééquilibrage serait alors propice à une inversion de tendance sur la productivité et l'inflation. Il faut s'y préparer, et c'est le sens de nos positions sur quelques secteurs cycliques aux États-Unis, de nos positions en mines d'or, ainsi que de nos couvertures partielles sur les taux d'intérêt et sur l'indice Nasdaq.

Une tendance de quarante ans mérite le bénéfice du doute, et pour l'instant c'est l'incertitude économique immédiate qui prévaut, en particulier en Europe. Observons enfin qu'en 2020 un pays aura fait exception à la tendance générale vers la fuite en avant : la Chine, qui non seulement a bien géré la pandémie, s'est gardée d'une création monétaire débridée, mais a aussi appris sous la contrainte à se « découpler » des États-Unis. C'est sur ce marché que nous trouvons aujourd'hui une grande part de nos investissements de conviction. L'équilibre général de nos portefeuilles et une gestion résolument active devraient de nouveau constituer des armes précieuses pour nos fonds en cette année 2021, qui s'annonce complexe, donc riche en opportunités.

Stratégie d'investissement

Actions

2020 aura été le théâtre de grandes disparités entre les zones géographiques, avec les indices chinois et américains qui ont largement retrouvé leur niveau pré-crise alors que l'Europe reste à la traîne. Par ailleurs, le réajustement de prix très rapide des titres « value » en fin d'année n'aura pas suffi à rééquilibrer le leadership du marché des valeurs de croissance.

Dans ce contexte, notre gestion a bénéficié de sa gestion internationale axée sur des valeurs de croissance séculaire à des prix raisonnables, ainsi qu'à la flexibilité et la réactivité, notamment pour se réexposer à la réouverture des économies sur des segments bien ciblés à partir du printemps. L'euphorie de fin d'année a maintenant conduit à des risques de marchés plus asymétriques, beaucoup de bonnes nouvelles ayant déjà été intégrées dans les cours.

Nous abordons donc 2021 avec une certaine prudence dans notre sélection de valeurs ainsi que dans notre construction de portefeuille. Nous maintenons une préférence stratégique pour les entreprises de croissance à bonne visibilité qui devraient continuer de bénéficier de l'incertitude économique, tout en prêtant attention aux valorisations. Nous avons ainsi mis en place une position vendeuse sur le Nasdaq afin de réduire le bêta de notre exposition de manière ciblée. Nous avons également pris des bénéfices sur certaines valeurs jugées plus vulnérables à un retournement de marché, à l'image de certaines plates-formes internet chinoises qui voient leur risque réglementaire augmenter. Nous avons également pris nos profits sur les acteurs chinois de véhicules électriques pour renforcer notre exposition sur des constructeurs historiques en Europe et en Corée qui sont en cours de transition vers l'électrique. Afin de maintenir un équilibre au sein de notre portefeuille, nous conservons une exposition aux bénéficiaires de la réouverture des économies avec de nouvelles positions notamment axées sur la reprise de la consommation américaine. La hausse des déficits pourrait également soutenir les valeurs aurifères, justifiant le maintien de nos positions.

Obligations

Les nouvelles positives sur le front du vaccin en fin d'année et la confirmation par la Fed de maintenir le rythme de ses achats inchangé ont permis une bonne performance des actifs risqués. Le marché du crédit est ainsi revenu à des niveaux pré-crise et les emprunts d'État portugais et espagnols à 10 ans sont temporairement passés en territoire négatif. Si ce mouvement se justifie par l'action actuelle et anticipée des banques centrales, les niveaux de valorisation incitent à une sélectivité accrue. Nous allouons donc le capital sur les actifs où nous jugeons le potentiel de compression des spreads le plus élevé. Ainsi, sur le crédit, nous continuons de privilégier le segment de l'énergie, les financières et le tourisme.

Sur les emprunts d'État, nous maintenons une exposition à l'Italie qui reste attractive dans un environnement de répression financière, offrant un rendement positif et une courbe pentue alors que les émissions nettes du Trésor italien devraient être négatives en 2021, entièrement absorbées par la BCE.

Aux États-Unis, la Banque centrale concentre son action sur les taux courts, par conséquent les effets de la reprise devraient cibler la partie la plus longue de la courbe. Si une bonne partie de la reprise économique est déjà intégrée dans les cours, la perspective d'un stimulus fiscal supplémentaire par l'Administration Biden justifie une position vendeuse sur le 10 et le 30 ans américains au sein de nos portefeuilles.

Enfin, au sein du monde émergent, l'exposition de nos fonds se répartit entre certaines devises en retard (Corée, Chine, Inde) et entre une sélection de dettes qui offrent encore un potentiel de performance, à l'image de la Chine ou de la Roumaine.