Que change 2020 ?

Auteur(s)
Didier Saint-Georges

Publié
7 Octobre 2020

Longueur
7 minute(s) de lecture

Il est toujours difficile de se projeter vers l'avenir quand l'onde de choc d'une déflagration n'a pas fini de se propager, et qu'autour de soi beaucoup peinent encore à s'extraire des décombres. La crise sanitaire de 2020 constitue de toute évidence une de ces circonstances. Les statistiques quotidiennes sur la propagation encore rapide du virus, le détail des plans successifs de soutien budgétaire d'urgence, l'évolution mois par mois des statistiques d'activité économique tendent à monopoliser l'esprit des observateurs. Sans mentionner les rebondissements d'une campagne présidentielle américaine dans ses dernières semaines, parfois plus proche de la bataille de rue entre deux gérontes qu'à la confrontation de projets.

Pourtant, il nous semble que la violence même du choc de 2020 est susceptible d'entraîner des effets potentiellement décisifs à long terme pour les investisseurs.

> La violence même du choc de 2020 est susceptible d'entraîner des effets décisifs à long terme

Ces ramifications touchent au potentiel de croissance économique en Europe, aux États-Unis et dans le monde émergent. Elles touchent également à l'avenir de l'inflation des prix à la consommation, à la stabilité des monnaies, autant de questions dont on ne peut faire l'économie quand on s'interroge sur les perspectives des marchés actions, des marchés de taux et de devises.

L'avenir de la croissance

Dans l'immédiat, la quasi-totalité des pertes de revenus des ménages dues à la crise a été prise en charge par les gouvernements, en Europe comme aux États-Unis. Cette mobilisation politique sans précédent permet aujourd'hui d'observer des signaux de reprise encourageants, alimentés également par des phénomènes de reconstitution de stocks après leur effondrement des mois précédents. Le troisième trimestre aura été un épisode de rebond puissant, qui soutient d'ailleurs les exportations en provenance de Chine, où l'activité économique a pu reprendre un rythme presque normal. Dans les prochains mois, voire les prochaines semaines, un accord du Congrès américain sur un nouveau plan de soutien budgétaire accompagné des premières nouvelles concrètes d'un vaccin efficace pourraient raviver cette dynamique et vivifier les instincts animaux des marchés.

Mais ce volontarisme des gouvernements a porté les déficits budgétaires à des niveaux exorbitants, que seule une intervention également hors normes des banques centrales a permis de financer.

Il serait illusoire ou à tout le moins optimiste, nous semble-t-il, de compter sur une poursuite sans contrainte de ce mouvement. La question de la soutenabilité des déficits publics ne pourra être éternellement évitée, question attisée par la réticence génétique des banques centrales, garantes de la stabilité financière générale, à amplifier sans aucune retenue leurs programmes d'achats d'actifs. C'est donc la perspective d'un « scénario limite » de soutien budgétaire qu'il faut intégrer dans sa vision de long terme.

Certes, la découverte probable d'un vaccin aidera bientôt au retour vers une forme de normalité. Mais il nous semble qu'il ne faille pas sous-estimer le délai avant qu'un vaccin idéal – nécessitant une seule injection, stockable à température ambiante, au moins à 70% efficace et actif durablement – puisse être produit et administré à une échelle suffisamment grande pour reléguer au passé l'impact de la pandémie sur les comportements.

Par ailleurs, la production et l'investissement, et donc l'emploi, continueront de souffrir des séquelles du choc économique de 2020, notamment dans les secteurs du transport aérien, de l'extraction pétrolière, du tourisme, de la restauration, de l'immobilier commercial et du commerce de détail. Et la réallocation de l'emploi de ces secteurs vers les domaines à fort potentiel, aux premiers rangs desquels les services technologiques et la transition énergétique, sera confrontée à des défis de réorientation professionnelle considérables. Ces répercussions elles-mêmes s'inscrivent dans le renforcement de la tendance lourde du surendettement, qui empêche depuis plus d'une dizaine d'années un redémarrage économique vigoureux et durable.

Il nous semble donc que le scénario macro-économique central à retenir à ce stade soit celui d'une croissance potentielle davantage affaiblie à moyen terme. Les conséquences pour les marchés actions sont assez directes : les banques centrales demeurant de toute évidence dans l'incapacité de resserrer leurs politiques monétaires, le niveau des taux d'intérêt devraient demeurer très bas, et donc continuer de constituer un facteur de soutien aux valorisations des marchés. Mais les secteurs parfaitement adaptés à cet environnement économique affaibli (voir notre Note de septembre «**L'Imparable Loi de l'évolution**») pour une analyse des conséquences darwiniennes du choc de 2020) seront en situation de pousser davantage leur avantage compétitif, et donc leur surperformance relative.

> La croissance potentielle est encore affaiblie et met les banques centrales dans l'incapacité de resserrer leurs politiques monétaires

L'avenir de l'inflation

Sans surprise, ce scénario de renaissance économique très laborieuse encourage les réflexions sur une «nouvelle théorie monétaire» qui retirerait toute limite à la monétisation des déficits (c'est-à-dire leur financement par la création monétaire), puisque, à l'évidence, plus rien ne nous empêcherait, dans cela nous sont-elle perçue nous empêcherait, dans cela nous sont-elle perçue. Cette seule perception pose d'emblée la question de la valeur intrinsèque des monnaies qui seraient produites si généralement sans création de richesse à sus proportion. Elle justifie de conserver un risque de change limité dans les portefeuilles, et même de conserver une allocation significative en actifs réels tels que l'or.

L'autre question soulevée par le scénario de déficits presque intégralement monétisés est celle de l'inflation. Il est vrai qu'il pourrait en être les arguments en faveur d'une hausse des prix ne manquent pas, que ce soit par la demande (via une mobilisation de l'énorme masse d'épargne aujourd'hui disponible, en partie par les pertes) via un reflux de la globalisation des approvisionnements). Et gouvernements comme banques centrales appellent de leurs vœux ce surgeaut inflationniste qui allégerait le coût réel de la dette publique. Il est par conséquent plausible que les marchés expriment, au moins à court terme, une légère progression de leurs anticipations d'inflation.

Toutefois, outre que, comme suggéré plus haut, les banques centrales ne sont pas encore prêtes à renoncer définitivement à leur prétention d'indépendance en se soumettant entièrement aux désirs des gouvernements, les forces déflationnistes de long terme demeurent très puissantes. En plus des effets du surendettement, l'ampleur extraordinaire des investissements dans la sphère technologique sur les vingt dernières années a généré des économies d'échelle sans précédent, qui ont fait s'effondrer le coût des services qu'elle procure. Dès lors, non seulement l'offre technologique révolutionne l'activité économique, mais elle s'avère assurément déflationniste. Et comme l'a rappelé s'il en était besoin la crise sanitaire de 2020, de multiples solutions technologiques sont capables de répondre littéralement sans limite de capacité à des accélérations même fulgurantes de la demande de communications virtuelles, d'accès à l'information ou de stockage de données.

Ce n'est donc pas parce que Christine Lagarde comme Jerome Powell, présidents respectivement de la BCE et de la Fed, se déclarent prêts à laisser le rythme d'inflation déraper légèrement au-delà de son objectif de 2% que cela se produira, a fortiori à brève échéance. Cela confirme en revanche leur détermination à maintenir les taux d'intérêt réels le plus bas possible, ce qui désigne une perspective assez claire pour les marchés obligataires, et constitue un autre élément de contexte favorable au prix de l'or.

Ainsi, même si la perspective d'un éclaircissement à court terme dans les dynamiques à la fois économique et sanitaire justifie dans nos portefeuilles un degré d'exposition au thème de la « réouverture des économies », le choc de 2020 a renforcé nos convictions sur les tendances macro-économiques de moyen terme, convictions qui sous-tendent la construction stratégique de nos portefeuilles. La colonne vertébrale de nos fonds demeure ainsi composée de valeurs de croissance de grande qualité – sur lesquelles le travail de nos analystes nous permet d'avoir une vue différenciée –, de mines d'or, d'obligations d'entreprises strictement sélectionnées pour leur capacité à traverser cette période troublée sans difficulté majeure, et d'un risque de change réduit.

Source : Carmignac, Bloomberg, 06/10/2020

Stratégie d'investissement

Actions

Les marchés actions se sont légèrement repliés en septembre sur fond d'incertitudes liées à la politique américaine et à une deuxième vague de la propagation virale en Europe. Les prises de bénéfices se sont concentrées sur les meilleures performances depuis le début de l'année, à savoir les valeurs de croissance. Néanmoins la construction de portefeuille et la sélection de valeurs se sont avérées être des outils efficaces pour traverser ces périodes de rotations sectorielles temporaires.

Pour les prochains mois, la visibilité sur le cycle économique demeurant limitée, la colonne vertébrale de notre gestion actions continue d'être axée sur des valeurs de croissance séculaire, dont une partie significative en Chine. Ce scénario central de reprise timide n'exclut cependant pas que les marchés anticipent une réouverture graduelle des économies, a fortiori dans l'espoir de la mise sur le marché prochaine d'un vaccin efficace. Cette perspective est prise en compte dans notre portefeuille actions à travers des entreprises exposées à la réouverture des économies et à l'or. Les premières sont principalement des sociétés européennes dans le secteur du tourisme à faible intensité capitalistique, comme le fournisseur espagnol de solutions technologiques notamment pour la vente de billets d'avion. À l'inverse, nous restons à l'écart des entreprises dont les grandes difficultés, suite à l'arrêt de leur activité, auront des répercussions durables sur leur modèle économique, notamment dans les secteurs automobile et aérien.

Par ailleurs, nous avons participé récemment à plusieurs introductions en Bourse, ces dernières enregistrant le trimestre le plus dynamique en volume de transactions depuis 2000. À l'image de notre sélection de titres, nous appliquons une approche extrêmement disciplinée à ces introductions. Avant tout investissement, nos équipes effectuent des analyses approfondies pour évaluer le potentiel de croissance bénéficiaire du modèle économique de l'entreprise. De plus, en tant que gérants actifs de long terme, nous considérons les introductions en Bourse comme un moyen d'accéder à des points d'entrée attractifs pour des investissements sur la durée, et non comme des paris spéculatifs à court terme.

Obligations

Après une réponse politique ambitieuse face à la crise de Covid, à la fois en termes de relance budgétaire et monétaire, banques centrales comme gouvernements semblent avoir repris leur souffle en septembre, malgré les signes d'une reprise mondiale prenant la forme d'un V tronqué ainsi que l'arrivée d'une deuxième vague virale, pour l'instant principalement en Europe.

Ce vide politique relatif, avant les élections américaines et dans un contexte de réaccélération des nouveaux cas de Covid, a provoqué un mouvement de repli de l'appétit pour le risque. Cela a notamment été le cas sur les marchés du crédit qui ont connu une légère correction alors que les taux « cœurs » sont restés stables. Nous pensons néanmoins que de nouvelles mesures d'assouplissement de la part des gouvernements et des banques centrales reverront rapidement le jour, une fois que les incertitudes se seront dissipées sur le front politique américain.

Dans ce contexte, nous continuons de considérer les obligations d'entreprises comme offrant un profil risque-rendement attractif, compte tenu du filet de sécurité assuré par les banques Centrales et du pessimisme excessif partagé par les investisseurs sur les entreprises solides dans les secteurs touchés par le virus. Nous maintenons donc notre forte exposition au crédit, avec une approche sélective axée sur des noms à forte conviction. Les taux cœurs, à des niveaux très bas et moins soutenus par les banques centrales, ne semblent pas offrir beaucoup de valeur actuellement. En Europe, nous avons profité du rallye des obligations italiennes à la suite du bon score du parti démocrate lors des principales élections régionales pour prendre quelques bénéfices. Enfin, nous maintenons notre exposition sélective aux obligations émergentes, avec un rendement du risque particulièrement intéressant sur les taux chinois, qui offrent des taux réels beaucoup plus élevés que leurs pairs du G7.

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.