

INVESTIR À L'ÈRE DU CORONAVIRUS

05/06/2020 | DIDIER SAINT-GEORGES

Quatre mois après l'annonce dans une province chinoise des premiers cas d'une infection virale encore sans nom, les indices des marchés d'actions partout dans le monde se sont d'abord effondrés de 35% en moyenne sur un mois, pour ensuite rebondir d'autant (davantage pour l'indice Nasdaq) sur les deux mois suivants. Ce spectaculaire aller-retour boursier a reflété la succession non moins inouïe d'une première décision politique consistant à mettre en coma artificiel la moitié de l'économie de la planète pour tenter d'endiguer la propagation du coronavirus, puis à partir de la mi-mars, celle de contrecarrer les conséquences de cette décision en déployant un arsenal sans précédent de politiques de soutien à la fois budgétaires et monétaires.

Élaborer des prévisions économiques dans ce contexte est très présomptueux puisque cela suppose en partie de prévoir l'évolution du virus lui-même, ce dont se gardent la plupart des experts dans ce domaine à ce stade. En revanche, dresser des prévisions boursières pourrait sembler beaucoup plus facile puisqu'à l'évidence dans ce domaine l'incertitude économique importe peu, le soutien sans faille des banquiers centraux étant plus que jamais à la fois le moteur, le parachute et le baromètre des marchés.

À court terme, ces constats nous imposent de naviguer à travers ces mouvements de marchés avec l'examen des interventions des gouvernements comme boussole, et l'incertitude économique comme horizon.

À moyen terme, entre le « plus ça change, moins ça change » et le « plus rien ne sera comme avant », se dessine selon nous une réalité plus subtile, porteuse de ramifications décisives pour les investisseurs.

LE MONDE EST DEVENU KEYNÉSIIEN

Confrontés à la grande crise financière de 2008, les gouvernements occidentaux s'étaient globalement délestés sur les banques centrales de la mission de relance économique, via des politiques monétaires non conventionnelles prenant la forme de rachats d'actifs obligataires. Cette injection de liquidités dans le système financier a largement profité aux marchés, mais ni l'activité économique réelle ni les perspectives d'inflation n'ont jamais atteint une dynamique suffisante pour que la perfusion des banques centrales puisse être débranchée durablement (on se souvient de la tentative avortée de 2018). La raison de cet échec relatif sur le plan économique est que la subvention des taux d'intérêt a permis d'éviter le pire mais ne pouvait avoir que peu d'effet incitatif à l'investissement sur des acteurs dont la priorité était au désendettement (voire à l'austérité budgétaire radicale, telle qu'imposée aux pays du sud de l'Europe). Cette fois-ci, il en va tout autrement. Les gouvernements eux-mêmes étant directement décisionnaires dans l'effondrement des dépenses du secteur privé, ils ont pris leurs responsabilités en se résolvant à une explosion des dépenses publiques. Le déficit budgétaire américain devrait ainsi avoisiner 20% du PIB à la fin de l'année ; celui de la zone euro, 10%.

Le monde est devenu keynésien. Et cette fois-ci, les politiques d'achat d'actifs par les banques centrales sont le corollaire cohérent de ces programmes budgétaires, en facilitant le financement.

De nombreuses interrogations surgissent naturellement à la vue d'une telle coordination entre politiques budgétaire et monétaire, qui commence à ressembler singulièrement à une « monétisation » de dettes publiques exorbitantes. Ce risque a été abordé dans notre Note précédente (Carmignac's Note de mars « **Ne rien lâcher** »), et justifie notamment nos positions importantes en mines d'or dans les portefeuilles globaux.

Il constitue aussi une modification décisive du paysage macro-économique pour l'investisseur en renforçant l'importance des investissements du secteur public dans la croissance. Il est trop tôt pour évaluer ce que sera l'efficacité de ces investissements, dont il est légitime à la lumière de l'expérience de craindre un effet délétère sur la productivité. Siphonner les capitaux disponibles pour financer des projets à la rentabilité incertaine aux dépens des investissements privés a rarement été une recette propice à la croissance. Font peut-être exception néanmoins certains projets environnementaux ambitieux qui, en y associant intelligemment le secteur privé, sauront conjuguer investissement responsable et pertinence économique. Plusieurs de nos fonds sont particulièrement présents sur cette thématique.

Pour l'instant, l'effort budgétaire américain représente près de 15% de son PIB, dont l'essentiel sous forme de subventions directes. Le plan de relance présenté par la Commission européenne n'a pas la même ambition, même si les comparaisons sont délicates, et devra encore passer sous les fourches caudines du Parlement européen, et des parlements nationaux, dont certains seront revêches, avant d'être mis en œuvre en 2021. Mais il constitue néanmoins un premier projet de transfert fiscal parrainé par le couple franco-allemand, et mérite à ce titre l'hommage rendu par les marchés.

SUIVRE L'ATTITUDE DES CONSOMMATEURS

La réouverture de l'économie s'impose alors que les risques de contagion demeurent présents

Une réaction trop tardive de la plupart des gouvernements (Taïwan constituant l'une des rares exceptions) et la très forte contagiosité du Covid-19 par rapport à l'épidémie de SRAS de 2003 ont rendu possible cette fois un développement extrêmement rapide et global de l'infection, en dépit des mesures drastiques de confinement mises en œuvre. Le nombre de personnes dans le monde atteintes du coronavirus dépasse désormais 6 millions. En conséquence, il n'est pas possible, au contraire de ce qui s'était produit en 2003, de maintenir en place les mesures de confinement jusqu'à ce que le taux d'infection soit retombé à zéro. Le coût économique en serait trop élevé. La « réouverture » de l'économie a donc commencé, alors que les risques de contagion demeurent présents. Il ne fait certes guère de doute que les sorties progressives de confinement, associées à des politiques de soutien financier très volontaristes, vont susciter au troisième trimestre un rebond de la consommation des ménages, comprimée depuis plusieurs mois. Cette réouverture progressive de l'économie est également ce que célèbrent les marchés depuis un mois.

Mais au-delà de cet effet de compensation, comment imaginer que les activités collectives, à commencer bien sûr par le transport aérien ou le tourisme de masse, retrouvent l'intégralité de leur modèle économique précédent, tant qu'une « distanciation sanitaire » perdurera ? On remarquera d'ailleurs que même dans des pays comme Taïwan ou la Suède, qui n'ont pas imposé de confinement, la seule prudence liée à la menace de contagion a suffi à provoquer une forte baisse de la consommation courante (par exemple les ventes de vêtements en Suède ont chuté de 35% en mars). Autre différence cruciale avec l'épidémie de SRAS de 2003, le phénomène est aujourd'hui mondial, ce qui encourage chaque pays à limiter ses échanges avec les autres nations tant que l'infection n'est pas éradiquée (nul ne sait combien de temps prendront la découverte, l'autorisation de mise sur le marché et la distribution globale d'un vaccin efficace).

À la crainte sanitaire comme obstacle à la consommation s'ajoute la crainte économique : aux États-Unis, on voit mal comment un niveau d'épargne qui ne dépassait pas 8% l'an passé pourrait ne pas se renforcer sensiblement d'une épargne de précaution au vu de l'explosion du taux de chômage. Plus généralement, même si la flexibilité de l'emploi fonctionne dans les deux sens, l'économie américaine pourra difficilement éviter d'être pénalisée par la perte de pouvoir d'achat et le traumatisme que représente la perte d'une quarantaine de millions d'emplois en quelques semaines, sans parler des 100 000 vies directement victimes de l'épidémie. L'indice américain de la confiance des ménages est passé de 130 en début d'année à 86,6 en mai. En Europe, il semble également prévisible que les entreprises vont rapidement entrer dans une logique de réduction de coûts, et que l'augmentation de la précarité de l'emploi encouragera une hausse de l'épargne de précaution aux dépens des dépenses discrétionnaires (la Commission européenne prévoit que le taux d'épargne dans la zone euro passe de 12,8% l'an passé à 19% cette année).

Cette crise s'annonce comme l'accélération de la sélection darwinienne engagée depuis plusieurs années



Cette conversion à la frugalité, qui vaudra aussi pour les entreprises, n'aura pas seulement des répercussions macro-économiques : elle fera s'orienter plus que jamais l'activité économique vers les solutions de communication, de commerce, de travail, d'enseignement, les plus économiques, les plus efficaces et les plus sûres.

Ainsi, cette crise s'annonce comme l'accélération de la redoutable sélection darwinienne déjà engagée depuis plusieurs années : en période de croissance faible, les acteurs déjà dominants grâce à l'optimisation de leur maîtrise technologique en soutien de leur offre clients seront très bien adaptés à l'environnement, tandis que les acteurs peu flexibles, grevés d'une lourde intensité capitalistique et déjà fragiles financièrement seront en très grand danger. La surperformance des valeurs technologiques, qui s'est poursuivie depuis le début de l'année s'explique par cette perspective. Mais cette dernière constitue une tendance structurelle désormais renforcée, qu'on aurait tort de croire déjà jouée sur les marchés, à la condition naturellement d'y demeurer très sélectif.

TENIR LES DEUX BOUTS DE LA CHAÎNE

On ne saurait sous-estimer la violence de la convulsion que sont en train de subir la majorité des économies du monde. À l'instar des secousses sismiques, on ne peut exclure qu'après une période d'accalmie cette crise soit suivie de répliques, et que des fissures aujourd'hui sans conséquence provoquent plus tard des phénomènes de ruptures. Les entreprises, mais aussi les pays, proches de la crise de solvabilité ne manquent pas. Nul ne sait non plus dans quelle mesure une résurgence des tensions économiques internes pourrait favoriser aux États-Unis, en Chine ou ailleurs une recrudescence des tensions sociales et politiques, voire encourager une belligérance externe. En politique, disait Tocqueville, ce qu'il y a souvent de plus difficile à apprécier, c'est ce qui se passe sous nos yeux.

Et cependant, non seulement les leaders technologiques agiles sortiront renforcés de cette crise, mais, y compris dans les secteurs les plus endommagés, la sélection darwinienne fera émerger des gagnants. Par exemple, même dans le transport aérien, les acteurs les plus efficaces survivront, et profiteront des déboires de leurs concurrents malheureux dès la première embellie macro-économique. Or le positionnement et les flux des investisseurs depuis le début de l'année semblent faire abstraction de ces « subtilités ». Il y a donc lieu en tant qu'investisseur de tenir les deux bouts de la chaîne devant cette incertitude radicale née de la crise du coronavirus : maintenir des portefeuilles resserrés principalement sur les vainqueurs stratégiques de long terme, et demeurer très attentif aux risques d'instabilité comme aux opportunités tactiques.

Source : Carmignac, Bloomberg, 31/05/2020

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

ACTIONS

Les investisseurs font face à deux scénarios : celui d'un réel risque de déception sur la forme de la reprise économique après un choc déflationniste sans précédent ; et celui d'un contexte reflationniste insufflé par l'action sans limites des banques centrales et des gouvernements pour soutenir l'investissement et la consommation. Dans ce contexte, après avoir évolué sans tendance directrice entre avril et début mai, les marchés actions ont fortement rebondi, portés par une nette amélioration du sentiment à l'approche de la réouverture des économies.

Nous avons adopté depuis plusieurs semaines une allocation flexible et liquide avec un cœur de portefeuille toujours concentré autour d'entreprises que nous pensons capables de survivre dans un environnement de croissance faible alors que le scénario d'une déception macro-économique est aujourd'hui sous-estimé par les investisseurs. De plus, notre sélection de valeurs parmi ces entreprises offrant une croissance séculaire bénéficie des impacts structurels qu'a eus cette crise sur les modes de consommation, en accélérant la transformation digitale, en matière de distribution, y compris alimentaire, de santé ou de divertissement.

Mais la perspective de réouverture des économies, les plans de relance, et la correction indiscriminée qui a eu lieu sur les valeurs cycliques nous ont conduits à nous réexposer sélectivement sur des sociétés de qualité qui ont connu une interruption temporaire de leur activité, à l'image du tourisme à travers Amadeus, Safran ou Booking. Nous avons également recours à des indices sectoriels et géographiques pour bénéficier de manière opportuniste et liquide de cette amélioration du sentiment. Le taux d'exposition aux actions a été relevé graduellement depuis les points bas du marché et se situe sur des niveaux élevés en cette fin de mois de mai. Cependant, nous restons vigilants dans cet environnement toujours instable.

OBLIGATIONS

Les marchés obligataires ont, à l'image des marchés actions, oscillé entre risques déflationnistes/de défauts et la perspective d'un régime reflationniste porté par l'action des banques centrales et des gouvernements. Les avancés en Europe sur la constitution d'un fonds de relance de 750 milliards d'euros, dont 500 milliards d'euros de subventions, ont permis aux marchés de trancher, entraînant un rallye des emprunts périphériques européens et du marché du crédit. Dans ce contexte, les allocations obligataires ont été gérées de façon active et flexible. Ainsi, après la forte dislocation du marché du crédit, nos portefeuilles se sont très vite réexposés autour de quatre thématiques : les maturités courtes aux États-Unis, les maturités longues dites « investment grade » en Europe, le crédit financier et les entreprises affectées par la crise du Covid-19, dont les valorisations reflètent un niveau de risque excessif.

Sur le segment des emprunts d'État, nous conservons une préférence pour les pays dont les banques centrales conservent des marges de manœuvre, à l'image des États-Unis. En Europe, après avoir été d'une grande prudence sur les pays non cœurs de la zone euro, l'éloignement du risque d'un éclatement de la zone nous a conduits à revenir sur la dette italienne, tout en réduisant notre exposition à la dette refuge allemande. Sur le front des émergents, la prudence reste de mise, notamment sur les pays les plus fragiles (exposés aux matières premières et/ou souffrant de déficits de la balance courante). Cependant, nous maintenons une préférence pour la dette externe qui offre des rendements attractifs, notamment la Roumanie qui bénéficie du fonds de relance européen.

DEVISES

Après avoir été très recherché par les investisseurs, en tant que moyen de paiement et monnaie de réserve, le dollar a stoppé sa hausse grâce à l'action de la Fed, avant de s'installer dans un intervalle sans grande tendance. L'euro quant à lui bénéficie des avancées des gouvernements européens sur l'instauration d'un plan de relance coordonné. Quant aux devises émergentes, nous préférons maintenir un risque faible pour l'instant alors que plus d'une centaine de pays ont déjà formulé une demande d'aide au FMI.

Notre allocation devises continue donc de privilégier l'euro, la devise de référence de nos fonds. Cependant, le grand gagnant de cette situation reste l'or, qui pourrait bénéficier d'une méfiance croissante à l'égard des monnaies papier, désormais ouvertement imprimées pour financer les déficits publics. Cela ouvrirait potentiellement la porte à une phase d'instabilité monétaire, dont les actifs réels, dont l'or, profiteraient.

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.