

Perspectives économiques et stratégie d'investissement pour le premier trimestre 2011

I - Perspectives économiques

► L'économie américaine accentue sa reprise

Aux Etats-Unis, la volonté de maintenir une croissance forte s'est une fois encore exprimée par l'action conjointe de la Fed et du pouvoir politique. La mise en place d'une seconde phase de « quantitative easing » par la Réserve Fédérale s'est accompagnée d'un paquet de soutien fiscal prévoyant la reconduction pour deux ans des déductions fiscales mises en place sous l'ère Bush, complétées par le prolongement de l'indemnisation des chômeurs de longue durée et la baisse des charges sociales pour l'ensemble de la population employée. Cette coordination monétaire et fiscale éloigne résolument le risque d'une rechute en récession. Le moral des consommateurs et des entreprises s'est ainsi sensiblement repris et la timide amélioration sur le marché de l'emploi s'amplifie, tant est si bien que les estimations de croissance aux Etats-Unis pour 2011 ont été relevées à 3,5%.

► Bien ancré, le rebond conjoncturel devra toutefois être confirmé au-delà du mois de juin prochain

A ce stade, l'incertitude nous semble porter non pas sur la réalité de cette reprise mais sur sa capacité à devenir auto-entretenu au-delà de juin prochain, date prévue de l'expiration du programme d'injection monétaire en cours. Si c'est le cas, une hausse des taux d'intérêt à long terme est à craindre, le marché devant financer à lui seul un déficit public de près de 10% du PNB. Si ce ne l'était pas, Mr Bernanke devra se résoudre à continuer de stimuler l'activité tant le maintien d'une croissance soutenue est seul capable, avec un peu d'inflation, de résoudre un taux de chômage réel proche de 17% et un surendettement public et privé américain élevé.

► La reprise conjoncturelle conduit à une réappréciation des taux d'intérêt

Face à cette conjoncture de reprise de l'activité aux Etats-Unis, la réaction des marchés obligataires ne s'est pas faite attendre, les taux à 10 ans passant de 2,5% à 3,3% en moins de 10 jours. Quel devrait être le niveau d'équilibre du marché ? Si l'on estime le potentiel de croissance durable de l'économie américaine à 2% et un taux d'intérêt réel à la moyenne historique de 2%, un taux de 4% semble un objectif raisonnable. Les exigences de rendement des acheteurs d'obligations devraient être modérées par la faiblesse de l'inflation sous-jacente (0,8%), contenue par les excédents de capacités productives inemployées et le maintien de taux directeurs proches de zéro. A contrario, on ne peut exclure à l'approche de juin prochain, soit le terme prévu de l'actuel programme de quantitative easing, que les taux excèdent ce taux d'équilibre, tant le financement par le seul marché d'un déficit public américain de près de 10% du PNB pourra paraître problématique dans un contexte où la reprise de l'activité sera elle-même demandeuse de capitaux.

► En Europe, les pressions déflationnistes demeurent

En Europe, la situation reste compliquée et les pressions déflationnistes demeurent. La BCE se trouve toujours confrontée à un dilemme entre une Allemagne qui s'approche du plein emploi et dont le dynamisme économique justifierait des taux plus élevés, et les pays les plus fragiles de la zone. Ces pays font face à une situation budgétaire catastrophique et ne feront vraisemblablement pas l'économie d'une restructuration de leur dette. Dans ces conditions, et tant que le rééchelonnement des dettes des pays périphériques n'aura pas été effectué, l'amélioration des marchés européens demeurera passagère, laissant présager une forte volatilité de l'euro.

► Les pays émergents font face à des tensions inflationnistes, mais de manière différenciée selon les pays

Pour les pays émergents, contrairement aux pays développés, l'enjeu n'est pas de réduire leur dette par la croissance, mais plutôt de maîtriser les tensions inflationnistes pour partie suscitées par la stimulation monétaire du vieux monde visant à réduire le poids de son propre endettement. Confrontés à la fois à l'arrivée de capitaux surabondants et à des prix de matières premières majorés, ils se doivent de contenir l'appréciation de leurs devises et des tensions inflationnistes importées, qui s'ajoutent à celles générées par une vive croissance. Il en résulte des pressions haussières sur leurs taux d'intérêt qui, à leur tour, majorent l'attrait de leurs devises... S'ils sont dans leur ensemble vulnérables à la hausse des prix des matières premières agricoles, là aussi il importe de distinguer les pays où l'inflation est peu alimentée par des goulots d'étranglements infrastructurels (Chine, Turquie...), des pays moins bien pourvus (Inde, Brésil).

II - Stratégie d'investissement

I – Actions internationales

► Les marchés d'actions bénéficient d'une prime de risque élevée

Face à la reprise de l'activité aux Etats-Unis, la visibilité sur les actions américaines nous semble l'emporter clairement sur celles des obligations. En effet, même dans le cas où les taux longs se tendraient davantage, le niveau élevé de la prime de risque des actions (4,10%), autrement dit leur différentiel de rendement avec les obligations, doit leur permettre d'évoluer favorablement dans un scénario de croissance plus affirmée. Dans ce contexte, Carmignac Investissement conserve une exposition élevée aux marchés actions internationaux en ce début d'année suivant une allocation qui fait la part belle aux thématiques capables de tirer le meilleur parti de la croissance mondiale, tirée par la poursuite de l'essor émergent, même freiné par des politiques monétaires moins accommodantes, et par le rebond conjoncturel américain.

► Le thème de l'élévation du niveau de vie dans les pays émergents reste prépondérant

L'élévation du niveau de vie dans les pays émergents reste le thème principal du portefeuille de Carmignac Investissement, avec 33,4% des encours contre 35,1% il y a trois mois. Les tensions inflationnistes observées dans les pays neufs ne nous ont pas incités à renforcer la pondération de cette thématique si porteuse au cours du dernier trimestre. Nous avons choisi d'accroître cependant notre exposition au développement de la consommation émergente en augmentant le poids de nos lignes LVMH et Richemont et en introduisant Hermès, qui jouit aussi d'un attrait spéculatif. Dans le secteur financier, nous avons mis à profit la faiblesse des Bourses chinoises pour renforcer nos encours notamment sur les banques ICBC et China Construction Bank. Nous avons également initié de nouvelles positions en Amérique latine avec la banque Credicorp au Pérou et Grupo Financiero Galicia qui serait grand bénéficiaire de l'amélioration du risque pays argentin que nous entrevoyons. En sens inverse, nous avons réduit nos lignes sur les banques Itau Unibanco au Brésil et Sabanci en Turquie qui pourraient pâtir de la conduite de politiques monétaires moins accommodantes.

► Les matières premières continuent de bénéficier des liquidités abondantes

Le thème des matières premières a vu sa pondération s'accroître de 9,7% à 12,4% des encours de Carmignac Investissement. Favorisée par l'injection de liquidités de la Fed, la revalorisation de ce secteur nous permet d'attendre que les tensions inflationnistes - dont il est pour l'essentiel à l'origine - se tassent dans les pays émergents. First Quantum et Equinox Minerals, deux producteurs de cuivre cotés au Canada, amplifient notre exposition au cuivre, minéral que nous privilégions. Dans un autre registre, nous avons initié une position dans la société américaine IntercontinentalExchange, opérateur des principaux marchés de matières premières, qui nous

permet de tirer parti de l'engouement dont elles bénéficient. Notre position sur Potash Corp, qui profite à plein de l'envolée des matières premières agricoles, a été renforcée. Le thème de l'énergie a par ailleurs également été renforcé, passant de 14% à 15,4% des encours de Carmignac Investissement. En effet, l'augmentation de la demande des pays de l'OCDE s'ajoute désormais à celle de la Chine, et exerce des pressions haussières sur le prix des hydrocarbures.

► **Les valeurs défensives et l'exposition sur les mines d'or ont été réduites**

La pondération des valeurs défensives a été sensiblement réduite, passant de 8% à 4,7% des encours de Carmignac Investissement. La bonne orientation immédiate de l'économie mondiale nous a incités à réduire ce poste afin d'exposer davantage le portefeuille aux thématiques les plus favorisées par la croissance. La pondération en mines d'or est passée de 13,6% à 12,3%. La perspective d'une politique monétaire européenne moins accommodante pèse sensiblement sur les cours de l'or, de même que la hausse des rendements réels obligataires dans les économies avancées. Cependant, le métal jaune reste selon nous la couverture ultime dans cet environnement économique très particulier où les craintes déflationnistes nourrissent la dévalorisation des signatures publiques et des monnaies.

II – Moteurs de performance obligataires

► **Les emprunts privés restent prépondérants dans notre allocation**

Pour 2011, les emprunts privés bénéficieront de l'amélioration macroéconomique tout en devant faire face à un risque de remontée des taux. Notre allocation a été adaptée en se détournant des emprunts les plus sensibles à cette remontée dont l'impact sur la performance absolue n'est pas linéaire. Ces effets dépendent de la marge des crédits dont la compression tend à contrebalancer l'effet négatif d'une hausse des taux. Nos investissements privilégieront les emprunts qui bénéficient de ce type d'effet « amortisseur ».

► **Le segment « haut rendement » riche en opportunités**

Les emprunts privés à haut rendement, à l'instar des actions, peuvent dégager une performance absolue positive dans un mouvement de hausse des taux contenu. Cela se vérifie pour les notations BB (prime entre 300 et 450 points de base) et plus encore pour les crédits notés B (prime au delà de 450 points de base). Le financement d'entreprises un peu plus endettées mais pour lesquelles nous avons toujours une bonne visibilité est envisageable dans un contexte de reprise économique. A titre d'exemple, nous avons investi dans Fortescue, un des plus gros producteurs de minerai de fer australien noté B à un rendement de 6,4% à 4 ans.

► Le poste emprunts d'Etat a été réduit

La pondération de Carmignac Patrimoine en emprunts d'Etat des pays développés a été réduite et représente 6,6%. Endettement public massif, valorisations tendues, positionnement conséquent des investisseurs et politiques de reflation constituent autant de problématiques pour cette classe d'actifs, même si la combinaison d'une inflation faible alliée à l'action accommodante de la Fed devrait limiter un dérapage massif des taux d'intérêt. Le maintien de notre exposition résiduelle se justifie au titre d'une assurance contre des chiffres de croissance décevants, en dépit des moyens déployés ou encore d'une aggravation de la crise européenne et d'une extension à d'autres pays comme l'Espagne. Notre exposition est composée d'emprunts d'une maturité moyenne de 4,3 ans. Le risque de taux sur ces encours est intégralement couvert par la vente de contrats futures sur emprunts américains et allemands. Le poste emprunts d'Etat émergents a également été diminué. Il représente 7,8% des encours de Carmignac Patrimoine, dont 6,6% investi en dettes locales émergentes.

Contacts pour la presse :

CARMIGNAC GESTION

Agnès Séverin

Co-Directeur de la Communication

Tél : +33 1 70 38 56 85

aseverin@carmignac.com

Josipa FINK

Tél : +33 1 70 92 33 74

jfink@carmignac.com

CITIGATE DEWE ROGERSON

Johanne ZAGURY

Tél : +33 1 53 32 78 91

johanne.zagury@citigate.fr

À propos de Carmignac Gestion

Fondée en 1989 par Edouard Carmignac, Carmignac Gestion compte aujourd'hui parmi les principaux intervenants européens de la gestion d'actifs financiers. Son capital est entièrement détenu par les dirigeants et ses salariés. La pérennité de la société est assurée par un actionnariat stable, reflétant son esprit d'indépendance. Cette valeur fondamentale garantit la liberté indispensable à l'existence d'une gestion performante dans la durée.

Gérant 55 milliards d'euros d'encours, Carmignac Gestion a développé une offre complète de 18 OPCVM sur l'ensemble des classes d'actifs actions, obligations et diversifiés ainsi qu'une offre de gestion sous mandat répondant de manière pertinente aux attentes des investisseurs. Nos Fonds sont activement commercialisés dans 11 pays européens : France, Luxembourg, Suisse, Belgique, Italie, Allemagne, Espagne, Pays-Bas, Autriche, Suède et Royaume-Uni. Dans le cadre de son développement l'international, Carmignac Gestion dispose d'une filiale au Luxembourg, de deux bureaux de représentation à Madrid et à Milan, et a procédé à l'enregistrement de l'ensemble de sa gamme à destination des professionnels à Singapour.