

LE VENT SE LÈVE

Décembre 2016

par **Didier SAINT-GEORGES**
Managing Director et Membre du Comité d'Investissement Stratégique
01.12.2016

Il fallait une fois encore ignorer le consensus : l'aléa Donald Trump s'est produit le 8 novembre. Mais la frayeur initiale des investisseurs s'est très rapidement convertie en une ovation générale. La théorie des jeux s'est imposée de nouveau aux marchés : le consensus était tellement pessimiste sur les conséquences d'une élection de Donald Trump qu'il ne pouvait que se rassurer. Probablement faut-il voir aussi dans cet optimisme soudain le changement de prisme des investisseurs, qui s'étaient d'abord focalisés sur les outrances du candidat, avant de soudain percevoir certaines vertus de son programme économique. L'important néanmoins pour comprendre l'ampleur de la réaction des marchés est de garder à l'esprit que ce programme d'investissements, de réduction de la pression fiscale, et de promesses protectionnistes, ne constitue nullement un coup de tonnerre dans un ciel bleu.

Comme nous le rappelions en septembre (voir notre note [All you need is growth](#) : « L'échec des Banques centrales soulève la question du besoin de relances budgétaires »), la demande de l'opinion publique pour des relances budgétaires, tournées vers la demande domestique, s'est accumulée dans le monde occidental depuis près d'un an, en relais d'une action des Banques centrales en bout de course. Le programme de Donald Trump s'inscrit dans cette tendance et va maintenant en constituer un accélérateur. On aurait tort par conséquent d'en sous-estimer la force d'entraînement. Parce que les États-Unis sont les États-Unis, ce programme de relance économique, même s'il est ramené à des proportions plus modestes sous la contrainte du réel, aura des ramifications globales. Il est probable notamment qu'il attise les tentations grandissantes, au sein du continent européen, d'affranchissement des contraintes de l'orthodoxie financière imposée par Bruxelles. Un vent d'Ouest nouveau, inévitablement porteur de bourrasques et de moments d'accalmie, se lève sur les marchés de taux, d'actions et de devises.

Un dollar fort constitue la première ramification du programme Trump

Les dépenses d'infrastructures du programme de Donald Trump atteindront difficilement les montants vertigineux annoncés. Mais le déficit d'équipements publics aux États-Unis est bien réel, et l'ambition d'y remédier apparaissait d'ailleurs dans les plateformes des deux candidats. Ce volet keynésien de la politique annoncée doit donc être pris au sérieux. Il faut en revanche être conscient que la mise en œuvre de tels projets, et a fortiori ses effets multiplicateurs sur le reste de l'économie, prend du temps et devra composer

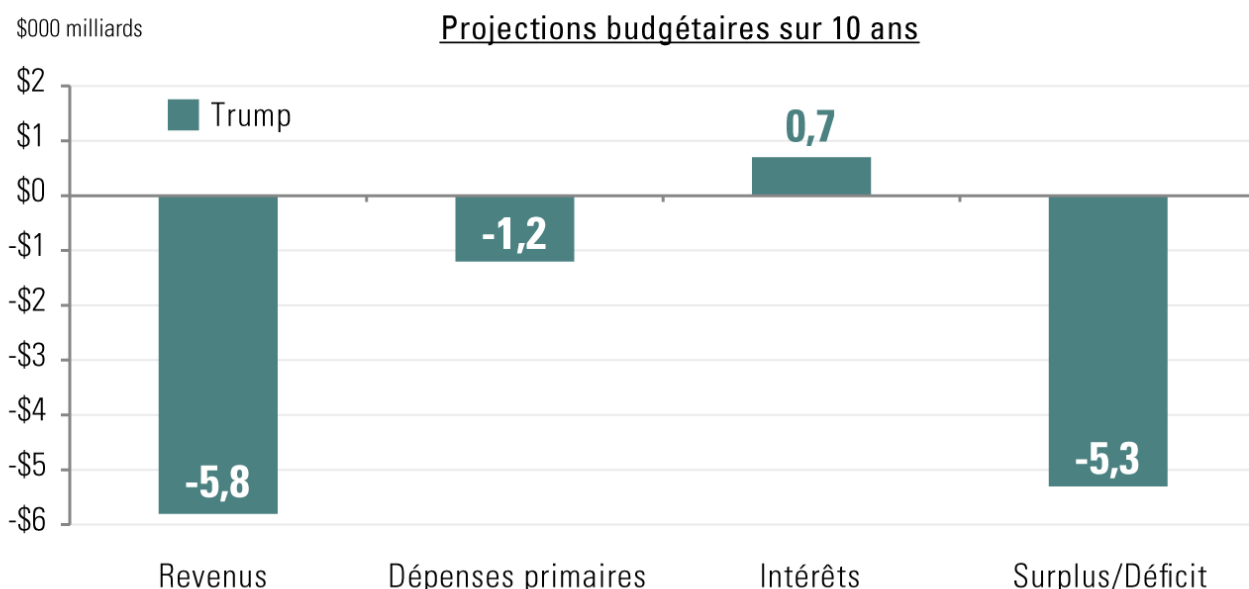
avec la contrainte financière. Les marchés, comme souvent, s'empressent dans l'anticipation.

Le volet fiscal du programme est certainement le plus décisif. Du fait de la majorité républicaine au Congrès, sa mise en œuvre pourrait être assez rapide, et il s'agit là d'une politique de l'offre radicale. La baisse de l'impôt sur le revenu est susceptible de redynamiser la confiance des consommateurs, qui commençait à s'étioler. Et la baisse de l'impôt sur les sociétés (ramené à 15%) pourrait constituer un levier de soutien puissant pour l'économie. Son effet sera direct sur les résultats nets de beaucoup d'entreprises américaines, mais le plus important est qu'il pourrait enfin déclencher une reprise de l'investissement privé. Ce pari n'est certes pas gagné d'avance. Il n'est pas certain que les entreprises choisissent d'investir plutôt que de se désendetter. Il pourrait cependant être facilité par le contexte économique.

L'élection de Donald Trump se trouve, en effet, correspondre à un moment où les indicateurs économiques avancés ont commencé à se stabiliser globalement, ce qui augure au minimum d'un léger rebond cyclique. C'est particulièrement le cas aux États-Unis où les derniers chiffres d'activité industrielle ont commencé à se redresser après la chute de l'an passé, provoquée par l'effondrement de l'activité dans le secteur pétrolier. Le plan de relance de Donald Trump bénéficiera donc d'un léger vent arrière, qu'il contribuera à renforcer et généraliser.

À tout le moins, la baisse radicale de la pression fiscale sur les entreprises encouragera ces dernières à investir en priorité sur le territoire américain. Elle pourrait aussi attirer davantage les investissements étrangers. Par conséquent, une accélération des flux de capitaux vers les États-Unis est plausible. Il faut voir dans ce phénomène une force potentiellement très puissante et durable en faveur du dollar, qui pourrait par ailleurs tempérer le rythme de resserrement de la politique monétaire de la Fed.

LE CŒUR DU PROGRAMME DE TRUMP EST LA BAISSÉ D'IMPÔTS



Une détérioration durable des marchés de taux constitue la deuxième ramification

Là aussi, il faut resituer l'évènement Donald Trump dans son contexte. Les marchés de taux étaient déjà devenus très chers, en valorisant dans l'ensemble des perspectives de « stagnation séculaire » à l'infini. On notera à ce sujet que les gestions obligataires actives avaient donc eu tout loisir de réduire radicalement dès le début de l'été la sensibilité aux taux d'intérêt de leurs portefeuilles. Quelques semaines après l'élection de Donald Trump, le retour des marchés obligataires vers des valorisations plus raisonnables est maintenant bien entamé. Mais s'ajoutent désormais au diagnostic des meilleures perspectives économiques, ainsi qu'un relèvement des anticipations d'inflation.

Il est trop tôt cependant pour annoncer une dérive majeure des taux à long terme. Le monde n'est pas soudainement devenu inflationniste : il se contente à ce stade de devenir moins déflationniste. Même aux États-Unis, où le rythme d'inflation s'est déjà redressé, et justifie une hausse des taux plus vive qu'en Europe, il ne s'agit pour l'instant que d'une poussée cyclique : les pressions démographiques et l'endettement public constituent toujours des forces de rappel structurelles. Une hausse des taux d'intérêt rapide constitue donc un des principaux risques, nécessitant des gestions obligataires agiles, mais qui pourrait rester tolérable pour les marchés d'actions.

Troisième ramification clé : un nouveau guêpier pour les marchés émergents

Un cocktail constitué d'un dollar fort, de taux d'intérêt en hausse, et de menaces protectionnistes n'est clairement guère de bon augure pour les économies émergentes. Cette évidence a néanmoins été très rapidement prise en compte par les marchés. Les actifs mexicains, directement concernés par les menaces de Donald Trump, ont ainsi été particulièrement sanctionnés. Ils reflètent désormais une mise en œuvre sans réserve des déclarations du candidat Donald Trump. Celles-ci pourront-elles être si radicales ? Il est permis d'en douter.

Donald Trump n'aura d'autre choix que de trouver un compromis entre « protéger » les cols bleus américains et sauvegarder les intérêts des entreprises américaines, qui ont besoin de la main d'œuvre mexicaine, des ressources naturelles canadiennes, et des coûts de production asiatiques. Quant aux rapports commerciaux avec la Chine, ils seront fortement influencés par le modus vivendi géopolitique à préserver en Extrême-Orient. Des traités commerciaux seront sans doute renégociés, des accords globaux feront peut-être place à des traités bilatéraux. Mais il est improbable que puissent être inversées vingt-cinq années de globalisation économique. Au-delà des tensions de court terme, les marchés émergents qui ont su reconstituer des fondamentaux solides depuis 2013 semblent, toutes classes d'actifs confondues, excessivement pénalisés depuis le 9 novembre.

Les marchés se cherchaient un nouveau régime de fonctionnement depuis 2015, quand ils prirent conscience que la seule intervention des Banques centrales atteignait les limites de son action, tant sur l'économie réelle, toujours atone, que sur le prix des actifs financiers. Le mouvement général vers des politiques budgétaires plus expansionnistes s'avère être la réponse qui va désormais les guider. Elle répond à la demande des populations, et convient aux contraintes grandissantes des Banques centrales. L'élection américaine constitue une étape décisive de cette transition, dont les scrutins européens de 2017 constitueront les prochains jalons.

Un régime de marché nouveau se dessine ainsi, entraînant principalement un retournement de tendance sur les taux d'intérêt, une hausse des monnaies des pays qui sauront attirer les capitaux, et des rotations sectorielles et géographiques profondes au cœur des marchés actions. Gardons à l'esprit néanmoins que ce changement de régime est porté par des alternances politiques majeures qui, pour ce qui concerne l'Europe, pourraient en 2017 de nouveau mettre sous pression la cohésion de la zone euro. Les marchés qui, à bon droit, s'ajustent très rapidement à cette transition entre modèles économiques, devront continuer de surveiller les risques politiques qui l'accompagnent.

Stratégie d'investissement

Les devises

Le dollar a été le grand gagnant des mouvements enregistrés sur le change au mois de novembre. L'anticipation de la conjugaison d'une politique fiscale expansionniste et d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis a contribué à la forte progression du billet vert. Les monnaies émergentes ont pâti de ce mouvement, sans toutefois connaître dans leur ensemble de mouvement de panique.

Les deux monnaies émergentes les plus sous pression ont été le peso mexicain et la lire turque mais pour des raisons très différentes : la lire turque souffre de fondamentaux médiocres alors que le peso mexicain sert d'instrument de couverture aux investisseurs mondiaux face à l'incertitude suscitée par Donald Trump. Ceci justifie une approche active et sélective sur les devises. Nous avons ainsi renforcé notre exposition au dollar, et couvert nos positions sur les devises émergentes et le yen.

Les taux

Les taux d'intérêt ont été les principales victimes de l'anticipation de politiques budgétaires plus expansionnistes. La reflation attendue s'est traduite par une hausse sensible des points morts d'inflation et des rendements des obligations souveraines. Les tensions en provenance des États-Unis se sont propagées au reste du monde, y compris la zone euro malgré le programme de rachat d'obligations de la BCE.

Seul le Japon a été épargné compte tenu de sa nouvelle politique de fixation du taux d'intérêt à 10 ans à 0%. La réduction globale de notre sensibilité aux taux d'intérêt nous a permis de traverser cette correction obligataire sans dommage. Ce sont notamment nos positions vendeuses sur les obligations souveraines américaines qui auront joué pleinement leur rôle pour gérer le risque global au niveau de la construction de portefeuille.



Les actions

L'apparente stabilité des indices des actions globales en novembre a masqué des divergences géographiques et sectorielles profondes. Le Japon et les États-Unis ont ainsi enregistré de forts gains tandis que les marchés émergents subissaient une correction sensible. De même, les secteurs cycliques et décotés ont fortement progressé tandis que les secteurs sensibles aux taux d'intérêt enregistraient des performances négatives. Le renforcement de nos valeurs énergétiques ainsi que l'ajout de sociétés cimentières au cours de l'été nous aura permis d'aborder cette rotation avec un portefeuille équilibré.

Nous avons par ailleurs renforcé au cours du mois notre exposition aux sociétés cycliques et décotées de façon sélective. Nous avons ainsi investi dans les sociétés de services pétroliers américaines Schlumberger et Halliburton : ces groupes devraient pleinement tirer parti de la déréglementation qu'entend mener le Président-élu Donald Trump, indépendamment de la conjoncture pétrolière. Nous avons également construit des positions sur les banques japonaises Mizuho, Sumitomo Mitsui et Mitsubishi UFJ : avec une valorisation de moins de 0,6 fois l'actif net comptable, ces banques permettent de capturer à très bon prix la thématique de la reflation.



Les matières premières

Carmignac Portfolio Commodities a enregistré une performance positive en novembre. Le Fonds a réussi à accompagner la forte progression du secteur des matières premières tout en maintenant un focus sur des sociétés de qualité à même de délivrer une performance pérenne. Nous avons ainsi, au cours du mois, introduit la société DSM dans le Fonds, une multinationale hollandaise avec, selon nous, une solide position compétitive dans les compléments alimentaires.



Fonds de fonds

Nos Fonds de fonds ont enregistré une performance positive au cours du mois de novembre. Nos stratégies dérivées, visant à renforcer l'exposition cyclique sous-jacente de nos Fonds, ont notamment permis d'accompagner pleinement le rebond des marchés depuis l'élection de Donald Trump.

Ce document ne peut être reproduit en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. Il ne constitue pas un conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'étude sur le (ou les) instrument(s) financiers présenté(s) n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. La Société de Gestion n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication. Cette étude 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. Les portefeuilles des Fonds Carmignac sont susceptibles de modification à tout moment. L'accès aux Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Ils ne peuvent notamment être offerts ou vendus, directement ou indirectement, au bénéfice ou pour le compte d'une « U.S. person » selon la définition de la réglementation américaine « Regulation S » et/ou FATCA. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. Les risques et frais sont décrits dans le DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur). Toutes les performances présentées dans ce document sont celles des Parts A EUR acc de nos Fonds. • En France et au Luxembourg, les prospectus, DICI, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site www.carmignac.fr/.lu et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. Les DICI doivent être remis au souscripteur préalablement à la souscription. • En Suisse, le prospectus, les statuts, le(s) Key Investor Information Document(s), les rapports annuels et semestriels du Fonds sont disponibles gratuitement auprès de notre représentant et agent payeur en Suisse CACEIS (Switzerland) SA, Route de Signy 35, P.O. Box 2259, CH-1260 Nyon. • En Belgique, ce document n'a pas été soumis à la validation de la FSMA. Il est destiné aux professionnels uniquement. Les prospectus, DICI, et les rapports annuels des Fonds sont disponibles sur le site www.carmignac.be et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. Les DICI doivent être remis au souscripteur préalablement à la souscription.