

**RAPPORT DE GESTION - 1ER TRIMESTRE 2017**

Q1 2017

par Frédéric LEROUX  
Gérant  
20.04.2017

**L'économie mondiale est en croissance synchrone mais modérée à laquelle la consommation ne participe que faiblement. Cet environnement devrait profiter en premier lieu à l'univers émergent et à l'Europe. Aux États-Unis, le report des réformes fiscales éloigne le risque inflationniste mais pourra révéler la fragilité du cycle. Alors que les actions vont bénéficier de cette croissance globale modérée légèrement inflationniste, les emprunts d'État développés continuent d'offrir peu de valeur.**

**Point de vue global**

Dans nos deux précédents rapports, nous analysions les moteurs de notre anticipation d'un changement de régime économique et financier plus orienté vers la croissance économique et marqué par la réémergence progressive des pressions inflationnistes. Après une décennie au cours de laquelle la mission récurrente des Banques centrales fut d'empêcher les économies de retomber en récession/déflation, le retour de la cyclicité constitue une normalisation bienvenue car il doit faciliter l'exercice de nos capacités d'anticipation.

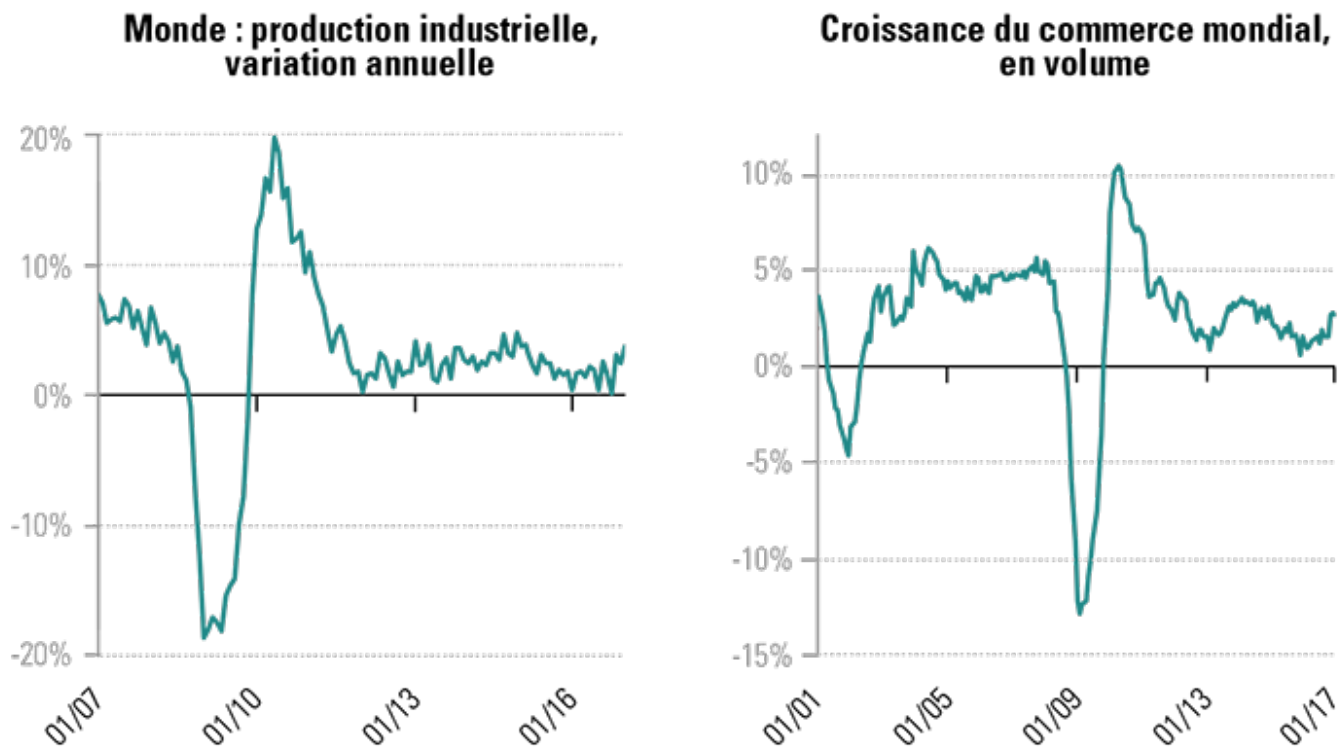
Aujourd'hui, les velléités de croissance sont entretenues par les institutions d'émission des pays développés, qui y voient à la fois l'aboutissement de leurs actions depuis dix ans et le seul moyen de résorber durablement l'endettement. Elles prendront aussi peu que possible le risque de briser la fragile dynamique de croissance en cours, en acceptant en retour le risque d'une inflation légèrement plus élevée.

Au cours du trimestre écoulé, la Chine, suivie d'autres pays émergents, le Japon et l'Europe ont confirmé leur positionnement dans la phase ascendante du cycle conjoncturel alors que les États-Unis ont connu une forme de stabilisation dans l'attente de la concrétisation des annonces du nouveau président américain en faveur de la croissance. Globalement, cette situation est celle d'une croissance mondiale synchrone mais modérée à laquelle la consommation ne participe encore que faiblement. Cette faiblesse relative modère dans l'immédiat les tensions inflationnistes, visibles en Europe et aux États-Unis en tout début d'année, et maintient les Banques centrales en retrait, favorisant la valorisation des actifs financiers.

Comme nous l'anticipions au début de l'année, les marchés d'actions ont ainsi poursuivi leur hausse dans un contexte de volatilité très restreinte, les marchés obligataires sont restés sur la défensive et le dollar s'est déprécié, malgré un consensus très fort en sa faveur. L'attentisme américain de ces derniers mois a

cependant conduit à une sous-performance des secteurs cycliques et à un rattrapage des valeurs de croissance.

## La reprise cyclique mondiale se synchronise



Source: Carmignac, CEIC, 31/03/2017

À quelques jours de l'élection présidentielle française, notre mission de gérants de risques nous conduit à intégrer dans notre stratégie de gestion le facteur politique, même si les probabilités et la réalité retrouvée du cycle économique nous incitent à croire que la croissance mondiale modérée et la poursuite du transfert de l'épargne des produits de taux vers les actions vont conduire un temps encore à la continuation des tendances observées ces derniers mois.

## États-Unis

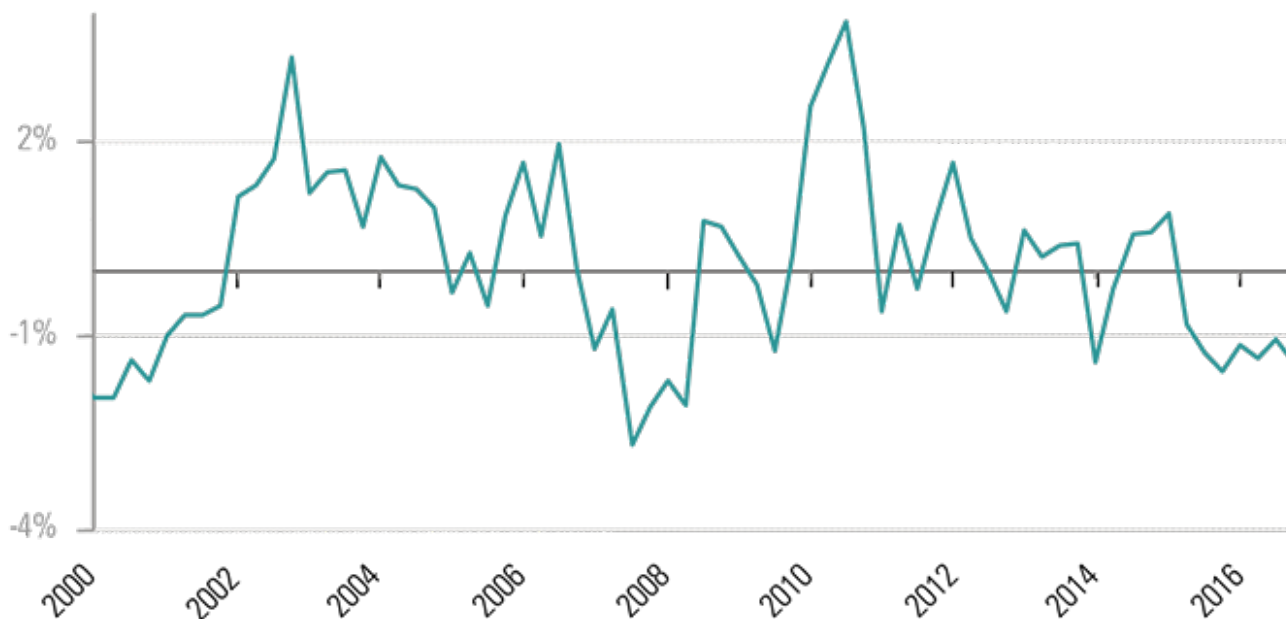
Aux États-Unis, les espoirs nés de l'élection de Donald Trump ont porté les indicateurs avancés de l'activité vers des niveaux très élevés. L'indice de confiance des consommateurs a ainsi atteint un plus haut de 13 ans et l'indice ISM, un niveau datant de 30 mois. Une meilleure orientation salariale et/ou une baisse de la pression fiscale sont cependant nécessaires pour convertir en consommation additionnelle l'amélioration du sentiment alors que la croissance du taux de salaire horaire reste stabilisée entre 2,5 et 3%. Sur le front de l'investissement, les indications sont assez encourageantes (nouvelles commandes de biens durables en croissance de 4%), mais les marges des entreprises ne parviennent pas à se retourner à la hausse, refluant

même de 1,4% sur un an au quatrième trimestre.

## États-Unis : la faiblesse des marges empêche d'anticiper un retournement vigoureux de l'investissement

La baisse annoncée de l'impôt sur les sociétés ferait du bien

### États-Unis : croissance des marges unitaires



Source: Carmignac, CEIC, décembre 2016

Le lancement du plan de relance annoncé par le nouveau président et/ou l'implémentation d'une fiscalité plus attractive pour les entreprises favoriseraient l'investissement et l'emploi. Mais l'incapacité de Donald Trump à trouver une majorité pour réformer la loi Obama sur l'accessibilité aux soins de santé nous amène à anticiper le report de ces incitations au quatrième trimestre, avec prise d'effet l'année prochaine. Par décret, le président dispose cependant de quelques leviers substantiels, en matière de dérégulation notamment.

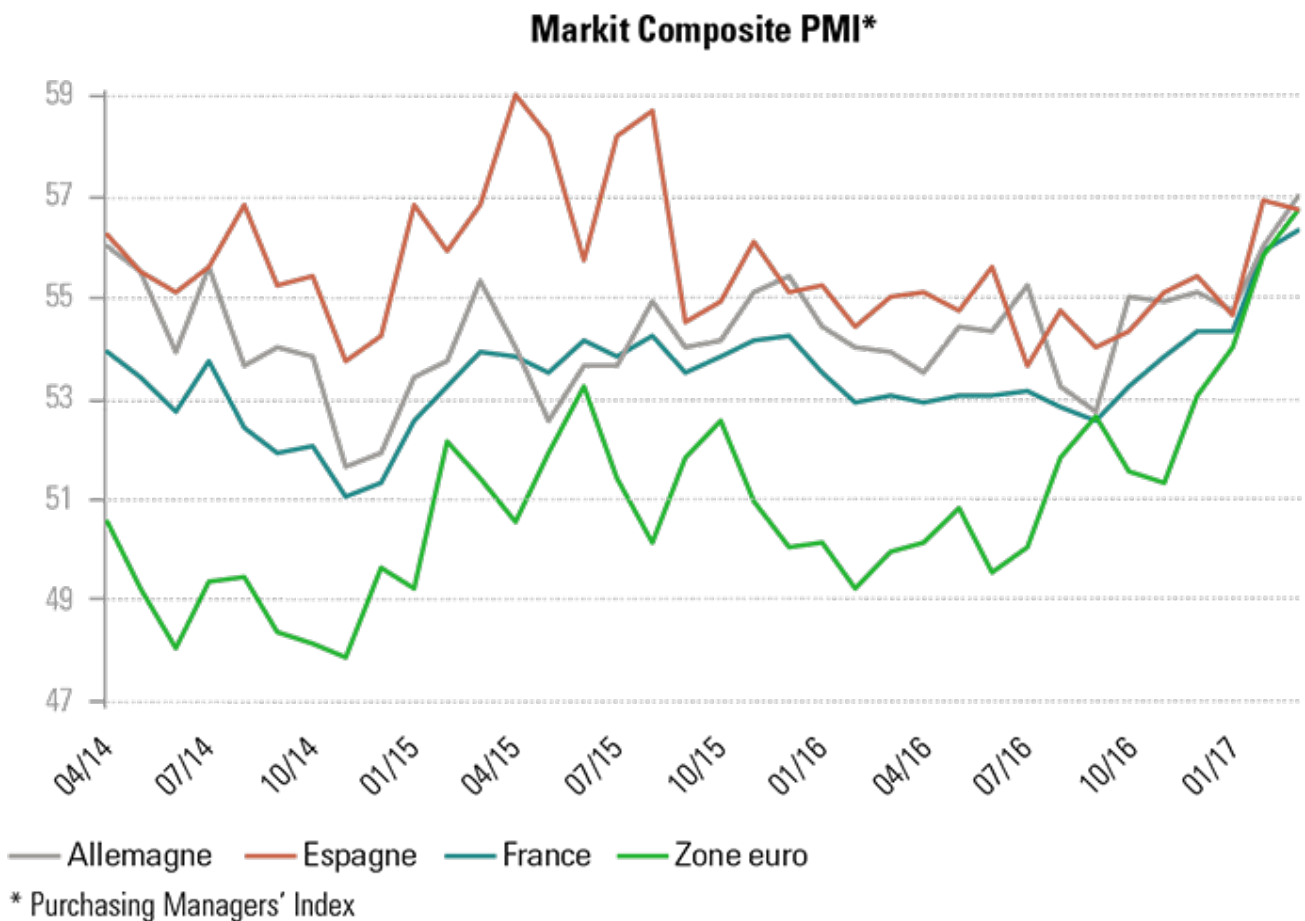
Une édulcoration de la politique volontariste annoncée serait-elle pour autant une mauvaise nouvelle pour l'économie et les marchés ? Pas nécessairement. Le cycle économique mondial est dans une phase ascendante, avec ou sans l'aide d'une politique fiscale expansionniste aux États-Unis. Des mesures même timides suffiraient à y remettre un peu de dynamisme en cas de chute de tension, sans créer de surchauffe américaine ou mondiale. Évitions cependant la complaisance : des secteurs importants de l'économie américaine montrent des signes de faiblesse – l'industrie automobile, par exemple, ne doit son maintien d'activité qu'à de vives baisses de prix visant à réduire des stocks.

Sur un plan plus général, la croissance des indicateurs avancés de l'activité industrielle ralentit, signe souvent

avant-coureur d'un retournement de dynamique, qui ne manquerait pas de survenir si les initiatives économiques de Trump étaient systématiquement contrariées. Les marchés d'actions ont déjà anticipé beaucoup de bonnes nouvelles économiques ; la paralysie législative pourrait conduire à un ajustement des valorisations boursières vers le bas, que la détente sur le front des taux d'intérêt n'amortirait que partiellement. L'inflation sous-jacente nous semble en effet sous-estimée et la capacité de la Fed et des marchés obligataires à s'ajuster à une déception conjoncturelle, surestimée en conséquence. Nous estimons que l'inflation américaine mesurée par l'indice CPI devrait s'élever à 2,6% sur un an en fin d'année, poussée par les prix des biens et services non discrétionnaires. En cette phase de fin de cycle, les États-Unis ont besoin d'une stimulation fiscale, même si elle devrait se concrétiser par un surcroît d'inflation.

## Europe

### Zone euro : l'amélioration conjoncturelle se synchronise



Source: Bloomberg, 31/03/2017

L'Europe profite de la politique toujours extrêmement accommodante de la BCE. L'amélioration conjoncturelle est sensible en France, en Allemagne ou en Espagne. Le sentiment économique, calculé par la Commission européenne, est à un plus haut de 6 ans, comme l'indice IFO en Allemagne. L'économie et les marchés sont passés à travers un vrai champ de mines électoral (Brexit, échec du référendum Renzi en Italie, élection américaine) sans trop dévier de leur trajectoire. Avant l'élection allemande en octobre qui pourrait donner lieu à la victoire des socialistes, défenseurs d'une politique économique plus favorable à la croissance et à la poursuite de la normalisation de la politique monétaire européenne, se sera tenue l'élection présidentielle française.

À l'heure où sont écrites ces lignes, à quelques jours de l'élections présidentielles, la probabilité d'un scénario noir pour les marchés reste plutôt faible. Cette probabilité n'est cependant pas nulle et, surtout, n'exclut en aucun cas une situation très anxiogène entre les deux tours. Quelles seront les réactions de marchés les plus probables en cas de stress selon nous ? D'abord, faiblesse de l'euro dans l'anticipation d'un lent processus de désagrégation du sentiment européen. Ensuite, au moins initialement, la baisse des rendements de l'emprunt d'État allemand - valeur refuge européenne – et la baisse des marchés d'actions dans un grand élan instantané d'aversion au risque. Au-delà de l'effet immédiat, la bonne tenue des emprunts allemands n'est pas certaine : qu'est-ce qu'un Bund pour un investisseur non européen qui anticipe la fin de l'euro ?

De même, pour les actions, une forte baisse de l'euro ne renforcerait-elle pas la compétitivité immédiate des entreprises européennes exportatrices ? Au-delà d'une position vendeuse d'euros, la meilleure couverture à moyen terme contre le risque d'un vote extrême – qui ne constitue pas notre scénario de base – pourrait bien être une exposition aux obligations d'État américaines – valeur refuge universelle.

En dehors de ce risque à probabilité faible mais aux effets dévastateurs, notre lecture de la conjoncture économique européenne reste positive. Le soutien de la BCE, la perspective d'un policy mix plus favorable à la croissance, la vigueur des indicateurs avancés sont autant de signaux positifs pour l'économie européenne que ne manqueront pas de reconnaître les marchés dès les incertitudes électorales levées et le risque extrémiste écarté. La cyclicité est aussi de retour de ce côté-ci de l'Atlantique et, sauf apparition d'un « cygne noir » politique, elle doit continuer à nous aider à anticiper les développements importants de marché : hausse des actions, hausse des taux obligataires et hausse de l'euro, sous le regard d'une BCE encore très à l'aise vis-à-vis de l'inflation.

## **Pays émergents et Japon**

Dans l'univers émergent, comme au Japon, les nouvelles économiques s'améliorent et se diffusent. Au pays du Soleil-Levant, les indicateurs avancés, les ventes au détail et l'investissement progressent. Seule l'inflation ne parvient pas à se reprendre, garantissant le maintien d'une politique monétaire accommodante. La Chine fait mieux que confirmer sa stabilisation, la production industrielle s'affermi (+9,6%) mais la consommation faiblit à +9,3%.

L'amélioration de la conjoncture est visible dans de nombreux pays : le Mexique s'affranchit de la phobie Trump, la Hongrie, la Malaisie, Taïwan... En Inde, la crainte souvent inspirée par les effets récessifs des retraits des billets de banque pour réduire l'économie souterraine produit au contraire de bons effets ; la

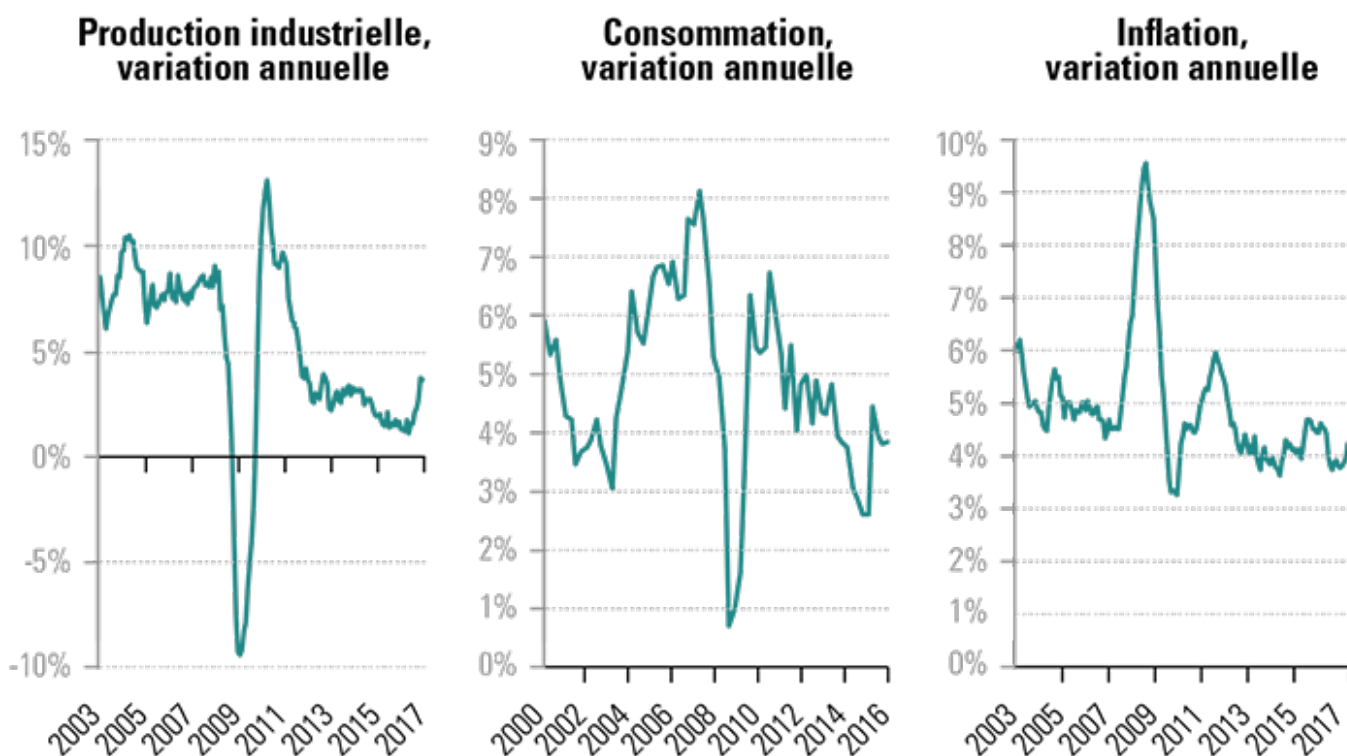
production industrielle est passée de -0,9% en septembre à +2,5% récemment.

En Corée, les exportations repartent en flèche (+10%). Ce baromètre historique de la croissance mondiale et du commerce international confirme le retournement déjà observable de la croissance des échanges en volume de +3,3%. L'inflation reste en outre maîtrisée, laissant augurer une amélioration conjoncturelle durable.

La réalité de la synchronisation économique, même si la croissance globale estimée à 3,4% sur 2017 peut encore être qualifiée de modérée, est palpable. Elle devrait profiter en premier lieu à l'univers émergent qui nous semble en mesure de confirmer son entrée en rattrapage économique après sept années décevantes. Les économies avancées pourront profiter de politiques monétaires volontairement en retard par rapport aux améliorations conjoncturelles, favorables aux actifs risqués. Tout sera fait pour éviter une rechute de l'activité.

Une apathie persistante de la croissance américaine après la pause des derniers mois pourrait être compensée au niveau mondial par la vigueur de toutes les autres zones géographiques, mais la capacité de Donald Trump à concrétiser quelques réformes constituerait un véritable bol d'air pour l'activité globale.

## Émergents : l'amélioration conjoncturelle pourra être prolongée par la maîtrise de l'inflation



Source: Anderson, février 2017  
Source: Anderson, décembre 2016  
Source: Anderson, février 2017

# Stratégie d'investissement

La réapparition d'un différentiel de croissance en faveur du reste du monde vis-à-vis les États-Unis est traditionnellement négative pour l'évolution du dollar. Nous maintenons ainsi le diagnostic établi lors de notre précédent rapport d'un euro fort, favorisé par le renforcement des excédents de comptes courants et un rythme d'activité qui devrait s'avérer plus robuste que généralement anticipé. Seul un séisme politique en France nous semble capable d'invalider cette approche. Après son renforcement récent, le yen devrait de nouveau s'affaiblir sous l'effet d'une politique monétaire particulièrement expansionniste et d'un environnement économique mondial propice aux sorties de capitaux japonais.

Cette synchronisation de la croissance devrait au moins empêcher les taux obligataires de refluer sensiblement mais la pause américaine permet de repousser une nouvelle hausse significative des rendements obligataires dans l'immédiat.

Les marchés d'actions devraient ainsi rester favorisés, jouissant de taux toujours bas et d'anticipations bénéficiaires favorables. Si le marché américain, après son remarquable parcours, exige une sélectivité accrue, c'est moins le cas d'autres régions, dont la reprise économique est plus récente. L'effort de rattrapage peut s'avérer potentiellement marqué en Europe, les incertitudes électorales levées, mais aussi sur le secteur pétrolier et les financières japonaises, deux axes d'investissement moins favorisés en ce début d'année.

Le risque français est couvert par des positions optionnelles acheteuses de dollars contre euros, acheteuses également d'obligations d'État américaines, mais vendeuses sur l'indice des actions européennes pour les raisons explicitées plus haut.

**Source : Carmignac, CEIC, Anderson, 31/03/2017**

**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.**

## Informations légales

Les informations présentées ci-dessus ne constituent ni une offre de souscription, ni un conseil en investissement. Ces informations peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles sont nettes de frais (hors éventuels frais d'entrée appliqués par le distributeur). 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, les frais courants et les autres frais sont décrits dans les DICI (Document d'Information Clé pour l'Investisseur). Les prospectus, DICI, et rapports annuels des Fonds sont disponibles sur ce site et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. Les DICI doivent être remis au souscripteur préalablement à la souscription.