

**RAPPORT DE GESTION - 1ER TRIMESTRE 2018**

Q1 2018

par Frédéric LEROUX  
Gérant  
19.04.2018**Analyse économique**

**Le ralentissement économique qui semble se matérialiser, après qu'il fut temporairement repoussé par l'importante relance fiscale américaine, dans un contexte de réduction de bilan de la Fed n'est pas anodin. En effet, on ne peut exclure que la concomitance du ralentissement conjoncturel et de la réduction du bilan de la Banque centrale crée une situation anxiogène capable d'amplifier le ralentissement. La complaisance n'est donc pas de mise ! Cependant, cette instabilité nouvelle redonne à notre gestion active son utilité.**

**Point de vue global**

Il y a trois mois, nous écrivions : « *Aux États-Unis, une déception sur le taux de croissance et une résurgence de la crainte inflationniste constituent une fragile combinaison dans le contexte de normalisation monétaire en cours. Ainsi, même si ce ralentissement ne constitue qu'une petite inflexion et si le rebond de l'inflation ne s'avère que temporaire, leur concomitance attendue pour le trimestre prochain devrait créer de la volatilité.* » L'imprévisibilité du président Donald Trump et le recours fréquent à son canal diplomatique si particulier magnifient le retour que nous attendions de la volatilité et favorisent une décélération de l'activité.

Au plan économique, les signes d'inflexion à la baisse du dynamisme américain ont été précédés de ceux fournis par l'Europe, dont l'appréciation de la devise contre toutes les autres monnaies semble avoir raison de l'optimisme dont le Vieux Continent est encore l'objet. A contrario, l'univers émergent dans son ensemble tire parti d'un dollar faible et de taux américains qui ne progressent que lentement, maintenant une liquidité satisfaisante dans les pays neufs.

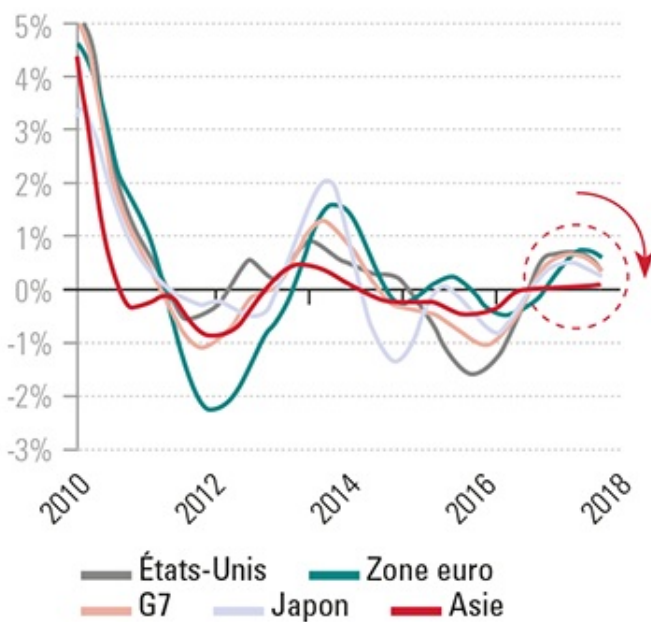
Dans notre précédent rapport, nous nous interrogeons : « l'économie de conte de fées est-elle vraiment une histoire sans fin ? ». Le conte économique entamé en 2009 aux États-Unis, et plus récemment ailleurs, nous a plusieurs fois fait emprunter de sombres chemins de traverse qui débouchaient ensuite sur une clairière apaisante. Sommes-nous engagés sur un tel chemin de traverse ?

La croissance mondiale des douze prochains mois est attendue à +4,3%. Nous estimons très optimiste cette prévision compte tenu de l'affaiblissement des indicateurs avancés de l'activité de part et d'autre de

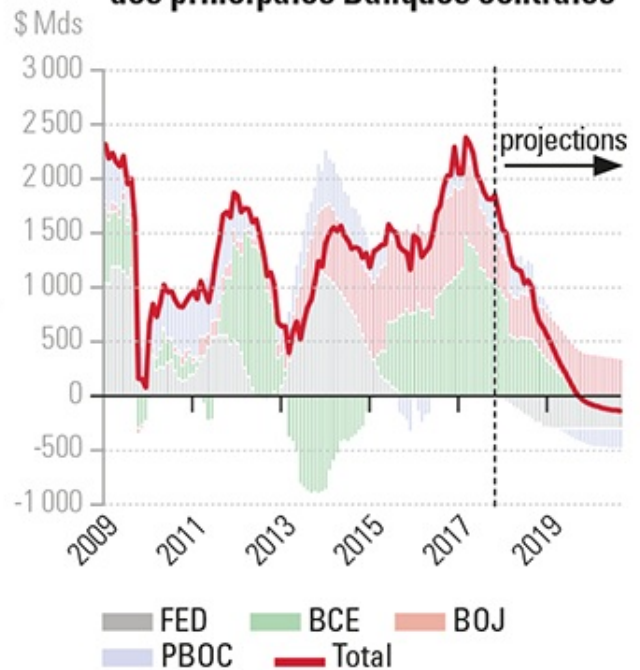
l'Atlantique. Nous continuons de penser que cette inflexion, couplée à un rebond de l'inflation vers 2,6% au mois de juillet aux États-Unis, justifie momentanément une approche flexible de la gestion. Les tensions, même brèves, occasionnées par les menaces qui semblent peser sur la fluidité du commerce mondial ne sauraient être négligées, tant le rebond des échanges l'an dernier s'est avéré un puissant moteur pour la croissance et les profits. Ainsi, quelques certitudes s'estompent et provoquent le retour de la volatilité.

## Un changement de régime majeur pour les marchés

**Indicateurs avancés OCDE**



**Variation annuelle du bilan des principales Banques centrales**



Source :  
Gauche : OCDE, Carmignac, 02/2018  
Droite : Carmignac, CEIC, 03/2018

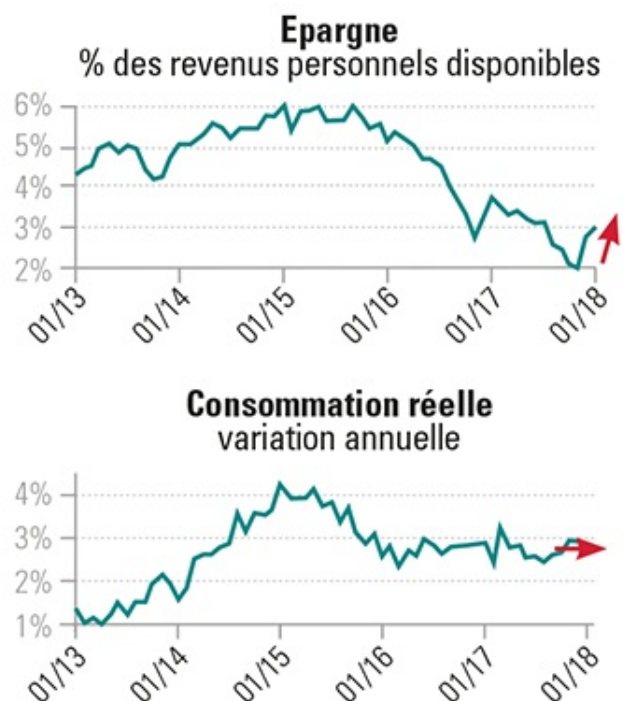
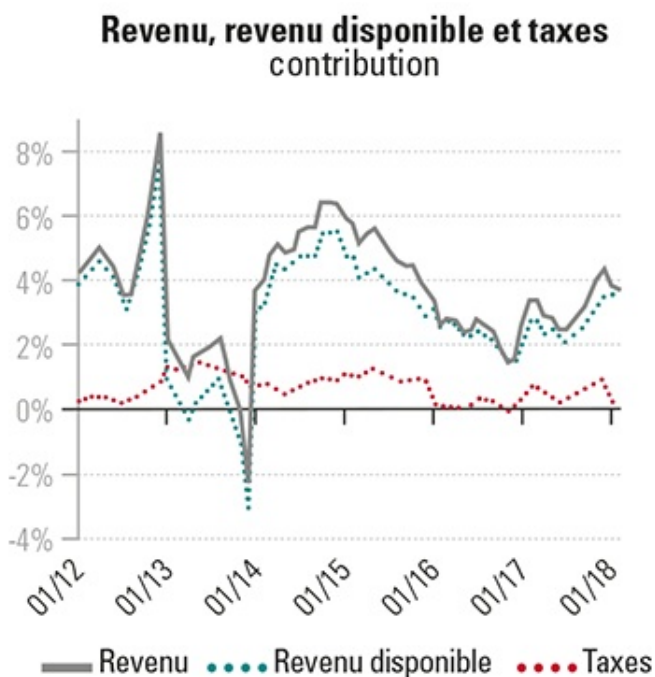
## États-Unis

Aux États-Unis, dès l'élection du président américain en exercice, l'une des grandes erreurs souvent commises par les observateurs « avisés » a été de régulièrement sous-estimer la capacité de Donald Trump à faire évoluer les événements dans un sens voulu par lui : gagner l'élection présidentielle contre toute attente, faire voter une importante relance fiscale, lutter contre les déséquilibres des soldes commerciaux, améliorer la vie de son électorat... Tant la lutte pour un rééquilibrage des relations commerciales avec la Chine que celle contre Amazon, son modèle économique et son opposant-fondateur, ont une finalité électoraliste. Nous choisissons de considérer que les tweets présidentiels ne doivent pas être surestimés dans leurs impacts. Certes, ils augmentent la volatilité mais ils créent surtout du bruit. Ce bruit a participé à la correction des marchés depuis le mois de janvier aux États-Unis, avec une contribution importante des grands acteurs de l'Internet. Outre les rodomontades du président, ces sociétés ont à faire face aux

interrogations qui entourent leur fiscalité et, surtout, l'utilisation des données personnelles qui constituent souvent la base de leur modèle économique. Les monopoles finissent toujours par être attaqués fiscalement ou par les autorités de la concurrence, suivant un processus lent qui ne saurait cependant constituer une menace immédiate pour le modèle économique de ces mastodontes, selon nous.

Plus digne de surveillance est le léger ralentissement économique qui semble se matérialiser après qu'il fut repoussé par l'importante relance fiscale américaine, qui continuera de produire ses effets sur le long terme, au-delà des 30 points de base de croissance additionnelle générés cette année. Le consensus de croissance américaine est ainsi passé de 2,4% à 2,7%. Nous pensons une nouvelle fois que ce chiffre est trop élevé pour au moins trois raisons. La première est que la croissance des revenus disponibles permise par la réforme va partiellement être épargnée. Le taux d'épargne est en effet très bas et les incertitudes sont nombreuses. Les ménages pourraient continuer à se reconstituer une épargne de précaution, comme ils ont commencé à le faire en ce début d'année, plutôt que de consommer l'intégralité de leurs revenus additionnels. Et ce d'autant que leur niveau d'endettement exprimé en pourcentage de leurs revenus disponibles est au plus haut historique de 105%. L'évolution de la consommation va dans ce sens : seulement +0,4% de croissance annualisée malgré la baisse des impôts et, parfois, les bonus consentis par d'importants employeurs. La seconde raison est que l'incitation à l'investissement des entreprises ne semble pas encore faire recette : la croissance du taux d'utilisation des capacités de production, à 3,5%, est encore faible, les marges unitaires des entreprises, à 12%, demeurent stables. Enfin, le commerce mondial manque de dynamisme chez les principaux partenaires américains.

## États-Unis : les effets positifs de la réforme fiscale américaine sur la consommation pourraient rester limités



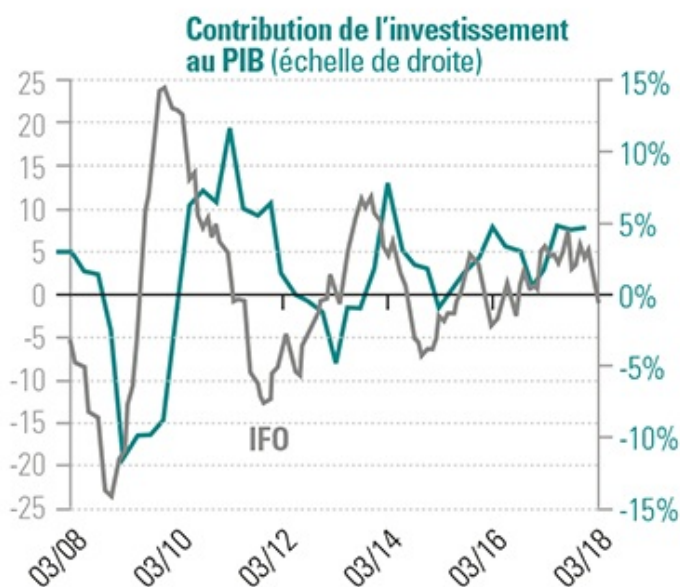
Sources : Carmignac, CEIC, 02/2018

Cet infléchissement de la croissance dans un contexte de réduction de bilan de la Fed n'est pas anodin. On ne peut en effet exclure que la conjonction du ralentissement conjoncturel et de la réduction du bilan de la Banque centrale crée une situation anxieuse capable d'amplifier le ralentissement. M. Powell, nouveau président de la Fed, s'est montré récemment conscient de ce risque et s'est engagé à ralentir la réduction de son bilan et à marquer une pause dans la hausse attendue de ses taux directeurs, si la modération attendue des tensions inflationnistes à partir du mois d'août devait se concrétiser. Il n'est donc pas certain, dans ce cas, que le ralentissement en cours constitue une si mauvaise nouvelle pour les marchés d'actions, qui nous ont habitués pendant les années de politique monétaire non conventionnelle (2008-2015) à réagir positivement à la faiblesse économique, celle-ci suscitant des soutiens monétaires accrus quasi automatiques. La complaisance n'est cependant pas de mise car la réduction bilancielle est en marche.

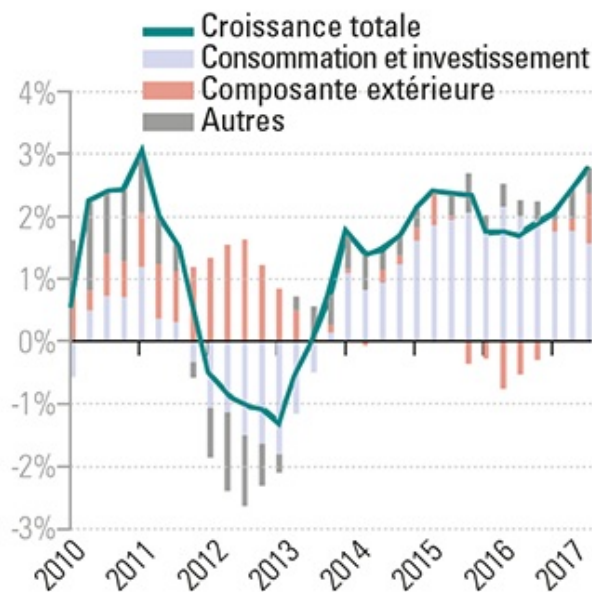
## Europe

En Europe, conformément à nos attentes mais de façon plus prématurée qu'anticipé, les signaux de ralentissement se multiplient. Les indicateurs avancés de l'activité de la zone se replient, même s'ils restent sur des niveaux élevés : l'indice de confiance de la Commission européenne est passé de 115,3 à 112,6 de décembre 2017 à mars 2018. En Allemagne, l'indice IFO de l'activité industrielle a chuté de 111 en novembre à 104,4 récemment, soit un plus bas de 15 mois pour sa variation annuelle. Bien sûr, la vacance du pouvoir pendant sept mois en Allemagne, les velléités séparatistes catalanes en Espagne, le poids des partis extrêmes en Italie sont de nature à contribuer négativement au moral économique européen, à un moment où le volontarisme économique de l'Amérique de Donald Trump exige de l'Europe des réponses rapides que ses problèmes internes rendent illusoire. Mais c'est la force de l'euro face au dollar de combat que promeut le président américain à coup de centaines de milliards de dollars de déficits additionnels qui commence peut-être à constituer le vrai handicap européen. Le commerce extérieur manque déjà de dynamisme, le différentiel de balance des comptes courants de part et d'autre de l'Atlantique (3% d'excédent en Europe contre un déficit du même ordre aux États-Unis) ne milite pas pour un euro plus faible.

### Allemagne : indice climat des affaires (IFO) vs contribution de l'investissement au PIB variation



### Zone euro : PIB réel en variation annuelle (%) et contribution à la croissance



Source :  
Gauche : Carmignac, CEIC, 03/2018  
Droite : Carmignac, CEIC, 12/2017

L'Europe doit donc trouver le moyen de renforcer sa croissance interne ; le gouvernement allemand devenu social-démocrate dans la douleur, le permettra-t-il par l'ouverture si souvent attendue et jamais réalisée des vannes budgétaires ? La réduction de la croissance des commandes de biens durables en Allemagne de 9,5% en septembre 2017 à seulement 3,7% en février et les ventes au détail européennes ne croissant qu'au rythme de 1,8% par an, soit un plus bas de 12 mois, inciteront-elles à une initiative européenne en faveur de sa propre croissance ? Peut-être... La perspective d'une Europe tirée par une France qui se modernise et une Allemagne moins rigoriste est enthousiasmante mais il nous semble préférable d'attendre des signes tangibles en ce sens plutôt que de les anticiper un peu naïvement. Il n'en reste pas moins que le soutien de la Banque centrale européenne reste fort et devrait en bonne logique inciter les gouvernements à des mesures expansionnistes capables de renforcer l'économie face à l'inévitabilité de la normalisation de la politique monétaire de Mario Draghi. Une croissance économique aujourd'hui supérieure à 2% et une inflation autour de 1,5% font des taux à dix ans des emprunts d'État allemands à 0,5% une anomalie pour les emprunteurs.

## Pays émergents et Japon

Le Japon, comme l'Europe, semble déjà souffrir d'un ralentissement avant même que celui-ci soit clairement visible aux États-Unis. Deux des zones économiques les plus cycliques semblent donc à la peine, confirmant nettement notre thèse du ralentissement global. Au cours des derniers mois, la part des commandes de machines-outils en provenance de l'étranger a été divisée par presque deux et la croissance des exportations globales est passée de +18% en août 2017 à 1,8% en février, entraînant derrière elle la baisse de la production industrielle.

## Japon : un affaiblissement de la composante extérieure

**Japon : exportations**  
variation annuelle



**Japon : commandes de machines-outils**  
en provenance de l'étranger  
variation annuelle



Sources: Carmignac, CEIC, 03/2018

En revanche, l'univers émergent semble pouvoir conserver une dynamique relative positive, favorisée par la faiblesse du dollar et le maintien de taux d'intérêt américains relativement bas. La Chine continue d'enregistrer une croissance élevée (6,5% à 7%) pilotée qui, à ce stade, ne semble pas fragiliser ses partenaires. Les données les moins contestables statistiquement, comme la production d'électricité et le fret ferroviaire, rebondissent nettement par rapport à leurs points bas de novembre et décembre 2017. L'Empire du Milieu est engagé avec les États-Unis dans une négociation commerciale bruyante mais constructive qui devrait consacrer son accession au statut de puissance économique mature par un traitement moins asymétrique de ses flux commerciaux. L'ambition à long terme du président Xi Jinping semble pouvoir se conjuguer en bonne intelligence avec les contraintes plus court-termistes du « America First » de Donald Trump.

L'Inde profite de la non-cyclicité de son économie alors que les principaux producteurs de matières premières, au premier rang desquels le Brésil, restent positivement entraînés par le cycle global pourtant mûr, grâce à leur positionnement en aval du cycle. Les mesures de rétorsion contre la Russie de l'Europe et

des États-Unis face à ce qu'ils considèrent comme des provocations sont cependant de nature à affaiblir ponctuellement l'économie russe.

## Stratégie d'investissement

Le ralentissement économique modéré que nous anticipions semble commencer à se matérialiser, avec un léger retard dû aux premiers effets de la réforme fiscale américaine. Ce sont d'ailleurs les zones géographiques les plus cycliques qui montrent les faiblesses les plus visibles, validant l'effet retardateur de la baisse de la pression fiscale aux États-Unis. Ce ralentissement dans le contexte d'une réduction du bilan de la Fed, couplé aux attaques contre le libre-échange et contre le modèle économique des grands acteurs du numérique, installe le retour de la volatilité et redonne à la gestion active son utilité en favorisant des opportunités d'investissement ou de protection.

Sur le marché des changes, l'augmentation du déficit public américain, le différentiel de balance des comptes courants et le potentiel plus important de normalisation monétaire en Europe devraient continuer à favoriser tendanciellement l'euro contre le dollar.

La poursuite attendue de l'appréciation de l'euro va amplifier la sous-performance de l'économie européenne, par ailleurs engluée dans son immobilisme institutionnel et la multiplication des manifestations du désamour populaire à l'égard de la construction européenne. Ces facteurs conjugués à la cyclicité de l'économie du Vieux Continent dans le contexte d'un ralentissement global, même modeste, devraient, malgré leur sous-performance récente, continuer à desservir les marchés d'actions européens et, notamment, les sociétés qui appuient leur développement sur la grande exportation. Les actions américaines, parmi lesquelles on trouve l'essentiel des valeurs de croissance à bonne visibilité ainsi que la plupart des leaders de l'économie numérique, nous semblent devoir continuer à être privilégiées, pourvu que le risque de change soit couvert. La faiblesse attendue du dollar et la hausse limitée des rendements obligataires américains nous conduisent aussi au maintien de notre surpondération émergente. Globalement, le portefeuille actions se compose de sociétés capables de faire croître leurs profits dans un environnement de croissance rare et de sociétés bénéficiant de la baisse du dollar, dont les valeurs énergétiques. A contrario, nous conservons des positions vendeuses de sociétés cycliques et lourdement endettées.

Notre vision sur les marchés de la dette est en ligne avec notre analyse des marchés actions. Les marges de crédit privées se sont trop contractées sous l'influence de la liquidité surabondante déversée par les principales Banques centrales ; notre exposition a été réduite, d'autant que les émetteurs sont de retour. Notre conviction s'étant également amenuisée sur les dettes souveraines périphériques en Europe, nous avons ainsi pris une bonne partie de nos bénéfices et attendons de nouveaux développements, politiques ou en matière de valorisation, pour revenir sur cette thématique qui nous a tant souri jusqu'ici. Enfin, les rendements des principaux emprunts d'État nous semblent devoir demeurer au cours des prochaines semaines relativement stables. Tant que la BCE ne semblera pas plus proche de la normalisation de sa politique monétaire et qu'aux États-Unis le ralentissement modérera les effets mécaniques de la réduction du bilan de la Fed, nous estimerons le potentiel de décalage des rendements, dans un sens ou dans l'autre, limité, et propice à une gestion tactique, mais non moins profitable, de nos encours obligataires.

**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.