

RAPPORT DE GESTION – 1ER TRIMESTRE 2019

Q1 2019

17.04.2019

Analyse macro - économique

Les premiers signes de ralentissement américain, la faiblesse de l'Europe et la difficulté apparente à maintenir un peu d'inflation dans l'économie ont ravivé la peur des banquiers centraux, contribuant à la reprise d'une posture ultra accommodante par les instituts d'émission. En conséquence, la liquidité dont la contraction avait pénalisé les marchés en 2018 est redevenue brutalement plus favorable. Les investisseurs n'ont pas manqué de mettre à profit cette protection promise par les banques centrales contre le ralentissement économique. Néanmoins, ce retournement est-il durable ? Les stimuli budgétaires en Chine, la stabilisation des économies européennes ainsi qu'un ralentissement américain modéré devraient contribuer à un rebond conjoncturel de l'économie mondiale, offrant un facteur de soutien aux marchés d'actions, en particulier s'il s'accompagnait d'un dollar plus faible.

Point de vue global

Dans notre dernier rapport, généralement teinté de scepticisme à l'égard de la conjoncture mondiale et de l'aptitude des marchés d'actions à confirmer leur rebond entamé en tout début d'année, nous écrivions pourtant : « Le stress à l'égard d'un ralentissement prononcé de l'économie américaine pourrait connaître de nouveaux accès de fièvre, même si la Fed voudra continuer à éviter les décalages trop forts sur les actifs risqués et sur le dollar en mettant en œuvre une politique guidée par les marchés plus que par la macro-économie, comme elle a commencé à le faire ». Nous ajoutions cependant : « Le plein emploi et son accompagnement par la hausse des salaires empêchent une capitulation immédiate de la Fed, qui va devoir observer un certain délai avant l'inversion de sa politique monétaire qu'espèrent les marchés ».

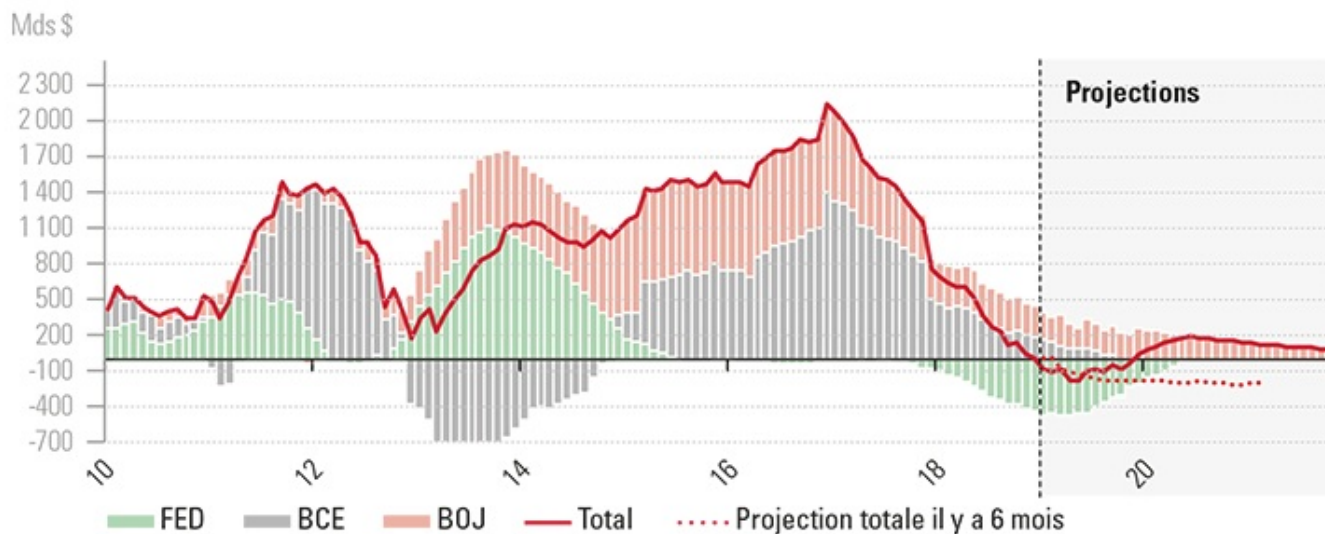
Nous étions trop prudents : le président de la Réserve fédérale a confirmé tout au long de ce trimestre son net changement de pied de début 2019. Quelques chiffres négatifs sur l'investissement et moins positifs sur l'emploi américain, ajoutés à une perception négative des conjonctures chinoise et européenne dans un contexte d'échanges commerciaux internationaux rendu plus incertain par les négociations commerciales en cours, auront suffi pour amener la Fed à une posture beaucoup plus conciliante. La politique monétaire est désormais dépendante des données économiques et le rythme de réduction du bilan de la Banque centrale va être ralenti dès mai. Plus important encore, la Fed cible vers le haut un niveau d'inflation (mesurée par le

PCE- Personal Consumption Expenditure index) à 2,5%, jamais dépassé en 25 ans. Le changement de ton est tel que les marchés anticipent maintenant une baisse des taux directeurs dans le courant de l'année 2019 alors que deux hausses étaient encore prévues en tout début d'année.

La courbe des taux s'est même provisoirement inversée courant mars, avec des taux à 10 ans passés sous ceux à 3 mois. Simultanément, face à l'atonie persistante de l'activité européenne et à la faiblesse inquiétante de l'Allemagne et de l'Italie, la Banque centrale européenne a annoncé qu'elle ferait ce qui est nécessaire pour maintenir aussi bas que possible les taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe, ce qui contribua à faire passer en territoire négatif les rendements du Bund à 10 ans, pour la première fois depuis octobre 2016. L'affaiblissement de l'inflation de part et d'autre de l'Atlantique a également contribué à faciliter la reprise d'une posture ultra accommodante par les instituts d'émission. La liquidité dont la contraction avait rendu la seconde partie de l'année 2018 très difficile pour les actifs risqués est redevenue brutalement plus favorable. Dans le même temps, l'addition des stimuli chinois semble donner ses premiers fruits, permettant une anticipation moins négative à court et moyen termes de la contribution chinoise à la croissance mondiale.

Les mauvais chiffres de croissance et d'inflation ont fait trembler les banques centrales

Variation annuelle du bilan des principales Banques centrales (Mds\$)



Source : Carmignac, Bloomberg, 04/2019

En trois mois, l'environnement a donc considérablement évolué. Les premiers signes de ralentissement américain, la faiblesse de l'Europe et la difficulté apparente à maintenir un peu d'inflation dans l'économie justifient-ils pour autant la peur apparente des banquiers centraux ou les commentaires inquiets du Fonds monétaire international et, simultanément, l'impressionnant retour en grâce des marchés d'actions à travers le monde ?

États-Unis

Aux États-Unis, le ralentissement tant de fois annoncé, contré par la politique pro-cyclique du président Trump, semble se matérialiser, même si l'hiver très froid dans le nord et l'est du pays et la fermeture partielle de l'administration américaine pendant quelques semaines rendent la lecture des statistiques économiques sujette à caution. L'investissement semble cependant être objectivement devenu le parent pauvre de la croissance ces derniers mois. Le marché du travail a quant à lui montré de premiers signes d'essoufflement, avec des créations d'emplois moins nombreuses et une croissance du taux de salaire horaire descendue de 3,4% à 3,2%. Ce taux reste cependant suffisamment élevé pour contribuer au pincement des marges des entreprises et, potentiellement, à la faiblesse de l'investissement.

Cette situation serait aggravée si le dollar restait soutenu par un différentiel de taux d'intérêt trop élevé ou par la perception d'une faiblesse structurelle marquée des autres grandes devises qui ferait du dollar la devise forte par défaut. Nous estimons cependant que la poursuite du ralentissement, le creusement de la balance courante et l'agressivité de la Fed conduiront finalement à un dollar plus faible, profitable aux États-Unis comme au reste du monde. La rapide baisse des taux obligataires nominaux au cours du trimestre écoulé relativement à celle de l'inflation a conduit à un effondrement des taux réels, passés en 5 mois de 1,15% à 0,50%, améliorant la liquidité et réduisant à due proportion le coût réel de financement des investissements. La vive réaction de la Fed aux premiers ratés de la croissance américaine, ajoutée à la détermination du président Trump à ne pas décevoir économiquement sa base électorale dans la perspective des combats politiques qui pointent déjà à l'horizon, procurent des réassurances à l'encontre d'un freinage trop marqué de l'activité à horizon fin 2020, même si nous estimons probable la poursuite préalable du ralentissement en cours.

États-Unis : les indicateurs avancés de l'emploi et de l'investissement se sont retournés

La Fed de nouveau prête à apporter son soutien

États-Unis : commandes de biens d'investissement et licenciements



Source: Carmignac, Datastream, 04/2019

Europe

En Europe, le fait marquant de l'activité économique ces derniers mois aura été la faiblesse allemande. Celle-ci a pâti au-delà des attentes d'une météo hivernale complexe, du ralentissement du commerce mondial, de la perte d'adaptation de son secteur automobile aux nouveaux contours de la demande, handicapée en outre par les effets d'image négatifs liés aux scandales sur les mesures tronquée des émissions de carbone. Certains économistes considèrent, plus structurellement, que la grande réforme du marché du travail engagée au début des années 2000 sous Gerhard Shroeder aurait achevé de produire ses effets sur la productivité de l'appareil productif allemand, qui aurait de nouveau besoin de réformes. Les dernières nouvelles économiques sont cependant plus contrastées et nous incitent à considérer que la récession du

secteur manufacturier n'est pas aussi profonde que semblent l'indiquer certains indicateurs avancés comme l'indice PMI manufacturier, retombé sur ses bas de 2012. La faiblesse manufacturière provient essentiellement de la demande extérieure, notamment émergente. Les commandes domestiques, les ventes au détail et le marché immobilier sont mieux orientés. Nous estimons que le creux de l'activité devrait être atteint entre la fin du deuxième trimestre et le troisième.

La France et l'Espagne ont quant à elles connu une meilleure dynamique économique qui se confirme dans les rebonds des indicateurs avancés les plus fiables, alors qu'au contraire l'Italie ne cesse d'inquiéter par le questionnement sur la soutenabilité de sa dette publique, du fait de sa capacité très limitée à faire croître son économie, faute de réformes.

La perspective de l'élection européenne de mai pourrait encore contribuer à la défiance des investisseurs étrangers. Si les partis traditionnels ne s'avéraient pas trop affaiblis par rapport aux partis souverainistes, les conditions d'un rattrapage économique et de marchés seraient facilitées. Le comportement boursier des secteurs cycliques relativement au marché dans son ensemble témoigne déjà de l'anticipation d'une amélioration conjoncturelle. La politique monétaire sera en outre un allié certain pour l'économie et les marchés de la vieille Europe, même si ses marges de manœuvre sont plus limitées qu'aux États-Unis.

Marchés émergents

Les pays émergents ont à faire face à des vents contraires bien identifiés. Les négociations viriles entre les États-Unis et la Chine en sont un. L'attentisme qui règne dans l'attente d'un accord, généralement anticipé pour mai ou juin, fait pour premières victimes les bénéficiaires traditionnels d'une reprise du commerce mondial parmi lesquels les pays neufs sont légion. Il est vraisemblable que cet accord contribuera à une meilleure dynamique économique d'autant qu'il pourrait déboucher sur un affaiblissement progressif du dollar, en favorisant la diffusion de la croissance américaine au reste du monde. Le dollar fort constitue le deuxième vent contraire pour l'univers émergent, en contraignant notamment leurs politiques monétaires. Il a en effet contribué à l'affaiblissement marqué de la composante cyclique des économies émergentes en empêchant des taux plus bas, interdits par des monnaies affaiblies par rapport au dollar ; la faiblesse des devises amplifiant la contrainte externe en limitant également la liberté d'action budgétaire. L'Argentine illustre jusque dans la caricature les inconvénients d'un billet vert fort pour les pays émergents insuffisamment vertueux : l'affaiblissement du dollar devient une nécessité absolue pour un réveil dynamique de l'univers émergent.

La Chine, grâce à une accumulation résolue de stimuli budgétaires montre de premiers signes de stabilisation, même si la faiblesse de certains secteurs d'activité témoigne encore de la faiblesse de la demande interne, qui se ressent jusque chez les exportateurs des pays développés. Le stimulus chinois a principalement vocation à relancer la croissance domestique ; les effets sur le reste du monde ne seront que secondaires, mais ils pourront se cumuler avec ceux de l'accord commercial attendu et de la baisse aussi probable que nécessaire du dollar.

L'univers émergent reste en grande partie dépendant d'un dollar faible et d'un rebond chinois

Indice dollar (DXY) et marchés actions émergents



Source : Carmignac, Bloomberg, 11/04/2019

L'évolution la plus saillante des trois derniers mois aura été la volte-face des Banques centrales américaine et européenne, qui ont opté pour une communication particulièrement influencée par un affaiblissement conjoncturel, certes généralisé, mais que nous jugeons cependant modéré. La protection promise par les instituts d'émission contre les effets d'un ralentissement économique, réduit le niveau de risque des actifs risqués, ce que les investisseurs n'ont pas manqué de mettre à profit au cours du premier trimestre. Cette promesse faite par les banques centrales de taux durablement bas aura aussi abaissé l'ensemble de la courbe des taux de façon significative. Notre analyse nous conduit par ailleurs vers l'anticipation d'un dollar plus faible qui accompagnerait le rebond conjoncturel que nous attendons, mené par la Chine et l'Europe. La réduction du différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et le reste du monde assurerait cet affaiblissement du dollar, favorable à tous. Ainsi, le potentiel des marchés d'actions ne nous semble pas épuisé.

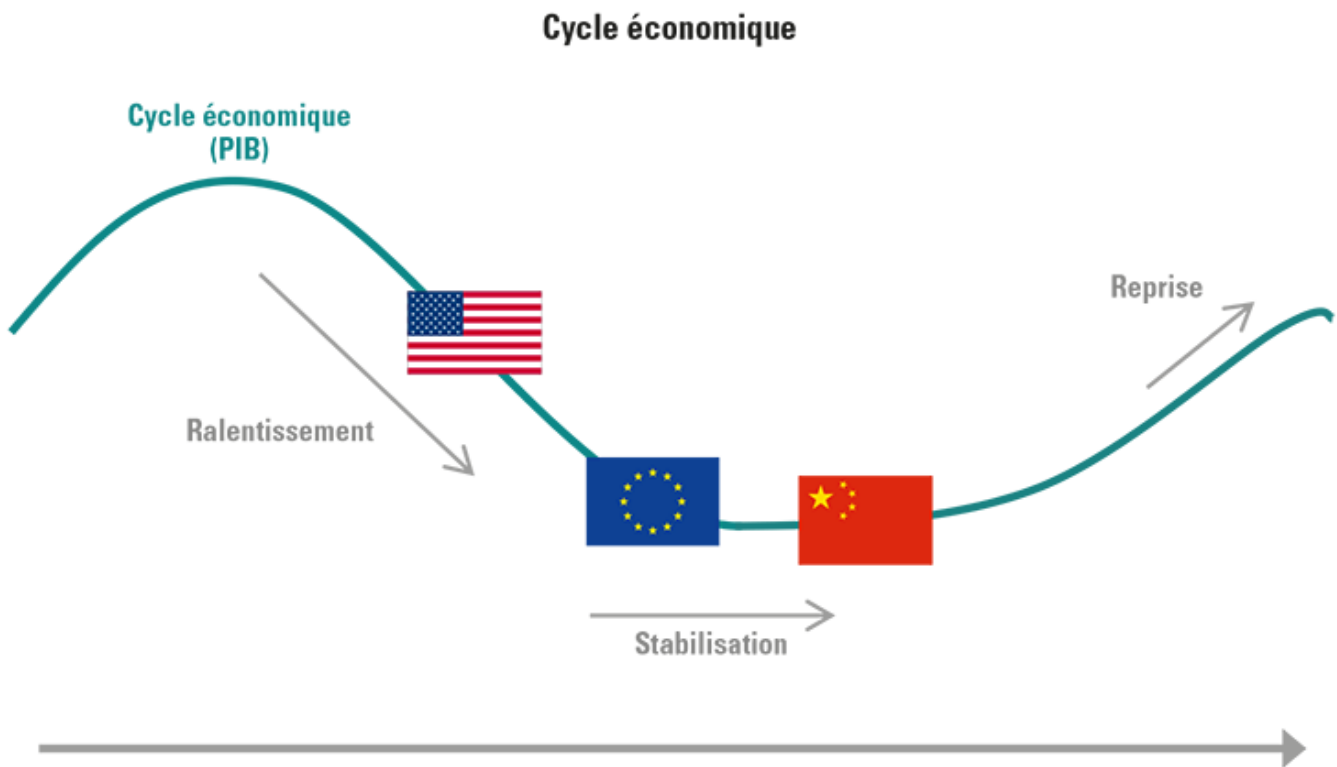
Stratégie d'investissement

Les marchés d'actions, en dépit de leur premier trimestre record faisant suite à un dernier trimestre 2018 calamiteux, pourraient en effet poursuivre leur revalorisation en tendance. Les valeurs à forte visibilité, capables de faire croître leurs résultats de façon récurrente et dynamique devraient continuer de bien performer dans l'environnement de croissance modeste que nous continuons de traverser. Dans une optique plus tactique, il nous semble aussi que des valeurs choisies, plus dépendantes de l'activité économique, pourraient connaître un rattrapage si, comme nous le pensons, le ralentissement américain restait modéré, la Chine confirmait son rebond et l'Europe surprenait par le sien. Un dollar affaibli viendrait nourrir cette dynamique inversée où le reste du monde arriverait à suppléer les États-Unis dans leur rôle de locomotive de la croissance. Si le dollar faiblissait, le complexe émergent redeviendrait, pour toutes ses classes d'actifs, une direction de choix pour les capitaux internationaux.

Les marchés de taux restent favorisés par l'accommodation des banques centrales. La perspective d'un rebond économique est encore trop lointaine aux États-Unis pour justifier la mise en œuvre d'une stratégie défensive sur les taux d'intérêt. Il nous semble plutôt que l'ensemble de la courbe américaine peut encore connaître une réelle détente, menée par les échéances courtes conduisant à une pentification de l'ensemble. En Europe, l'impression d'un désancrage des anticipations inflationnistes nous amène au contraire à l'anticipation d'un aplatissement de la courbe. La politique de la BCE favorise par ailleurs les stratégies de portage.

Sur le **marché des changes**, nous attendons les catalyseurs de l'affaiblissement du dollar qui devrait accompagner la surprise d'une économie mondiale plus résiliente que généralement anticipé aujourd'hui. Cet affaiblissement créera de belles opportunités dans l'univers émergent.

Où en sommes-nous dans le cycle de croissance ?



Source : Carmignac

Notre lecture de la macro-économie ainsi que notre étude des interactions entre les différents marchés conduisent nos portefeuilles globaux à un niveau d'exposition au risque actions relativement élevé, mais pondéré par une sous-exposition aux thématiques dépendantes du cycle économique. Sur les marchés des emprunts d'État, la surprenante bienveillance des banques centrales nous incite à rester exposés au risque de taux, notamment aux États-Unis. Le risque de change est quant à lui sensiblement réduit par une exposition limitée aux devises étrangères, notamment dans nos portefeuilles à vocation patrimoniale.

Sources : Carmignac, Bloomberg, Datastream, 29/03/2019.

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 présentées ci-dessus peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. 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. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. 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 le site www.carmignac.com et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. Les DICI doivent être remis au souscripteur préalablement à la souscription. En Suisse : Les prospectus, KIID et les rapports annuels sont disponibles sur le site internet www.carmignac.ch et auprès de notre représentant en Suisse, CACEIS (Switzerland), S.A., Route de Signy 35, CH-1260 Nyon. Le Service de Paiement est CACEIS Bank, Paris, succursale de Nyon / Suisse Route de Signy 35, 1260 Nyon. Le KIID doit être remis au souscripteur préalablement à la souscription.