

RAPPORT DE GESTION – 2ÈME TRIMESTRE 2019

Q2 2019

11.07.2019

Analyse macro - économique

Les propos très défensifs des banques centrales ont été confirmés au cours des trois derniers mois, illustrant un véritable retour des instituts d'émission au chevet du cycle. Si nous sommes frappés par la volte-face marquée des banques centrales face à un affaiblissement économique somme toute modéré, nous reconnaissons que le dé-ancrage progressif des anticipations d'inflation est réel, justifié et inquiétant. Le risque d'un ralentissement prononcé de l'activité globale constitue-t-il une hypothèse sérieuse dont la réalisation mettrait à mal notre scénario de base, positif pour les marchés ? Aux États-Unis, le marché du travail reste dynamique tandis qu'en Europe, le plus gros du ralentissement semble passé. Par ailleurs, en l'absence d'un rebond de la croissance ou de l'inflation, les banques centrales devraient maintenir ou amplifier leur soutien. Politiques monétaires accommodantes et probabilité faible de ralentissement économique marqué devraient ainsi constituer une combinaison favorable aux actifs financiers.

Point de vue global

Dans notre précédent rapport, nous affirmions : « 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 ». Cette observation nous amenait à nous poser la question suivante : « 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 ? ».

Sans conclure sur la rationalité de cette peur, nous estimions que la protection promise par les instituts d'émission contre les effets d'un ralentissement économique justifiait une exposition élevée aux marchés d'actions, l'anticipation d'un abaissement de l'ensemble de la courbe des taux américaine et la mise en œuvre de stratégies de portage en Europe. Chacune de ces projections s'est avérée fondée.

Les propos très défensifs des banques centrales ont été confirmés au cours des trois derniers mois. Les

marchés s'attendent désormais à trois ou quatre baisses de taux dans les 12 mois aux Etats-Unis contre une seule il y a trois mois et contre deux hausses six mois plus tôt. En Europe, la perspective d'une baisse de taux de 10 points de base se précise, tout comme celle d'une reprise de l'assouplissement quantitatif.

L'ensemble de la courbe des taux américaine entre les maturités un an et dix ans a perdu 50 points de base environ au cours du deuxième trimestre alors qu'en Europe les rendements abandonnaient de 10 à près 30 points de base de un an à dix ans en Allemagne, auxquels il faut ajouter près de 50 points de base de réduction des marges de crédit pour la moyenne des pays du Sud. Ces mouvements radicaux de baisse des rendements dans le monde et de convergence des taux en Europe sont le témoignage de la compression semble-t-il irrésistible des tensions inflationnistes dans le système et des mesures que prennent les politiques monétaires pour y faire face, dans l'espoir de soutenir les anticipations d'inflation. Si nous sommes frappés par la volte-face marquée des banques centrales face à un affaiblissement économique somme toute modéré, nous reconnaissons que le dé-ancrage progressif des anticipations d'inflation est réel, justifié et inquiétant. En effet l'instauration d'une dynamique d'anticipations d'inflation résolument orientée à la baisse ne manquerait pas de créer un cercle vicieux déflationniste par lequel la baisse des prix nourrirait celle de l'activité. En l'absence d'un rebond de la croissance ou de l'inflation, les banques centrales vont donc maintenir ou amplifier leur soutien qui continuera de favoriser les marchés. Le risque d'un ralentissement prononcé de l'activité globale constitue-t-il une hypothèse sérieuse dont la réalisation mettrait à mal notre scénario de base, positif pour les marchés ?

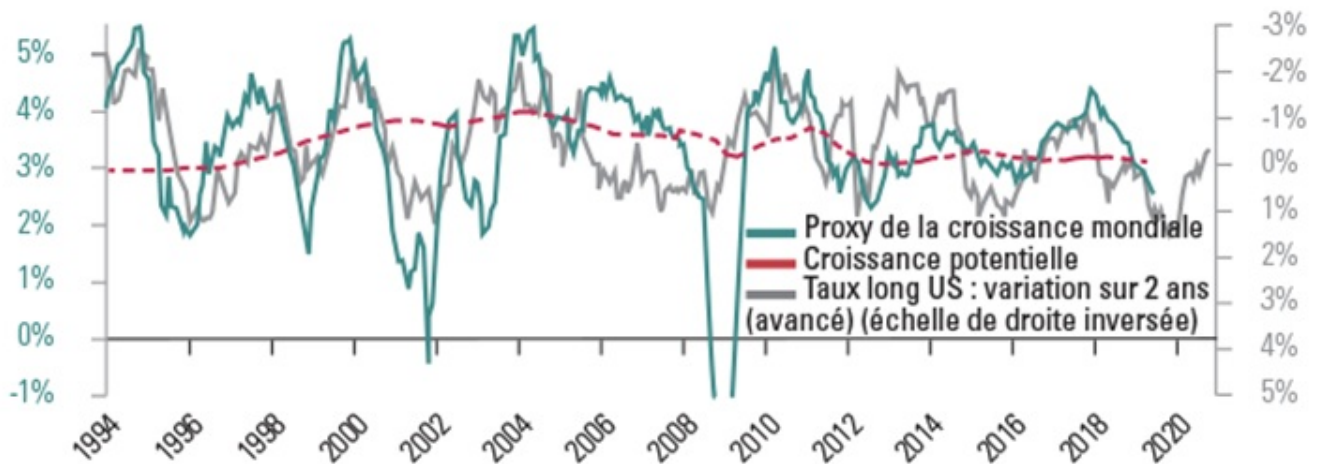
États-Unis

Aux États-Unis, ce sont principalement les dépenses d'investissement qui montrent quelques signes de faiblesse. Leur croissance est passée de 10% il y a un an à 4% en mai et l'ensemble des indicateurs avancés de l'investissement est en territoire négatif. Cependant, la Réserve fédérale considère encore que cette faiblesse est essentiellement liée aux tensions commerciales et au manque de visibilité quant à leur issue, notamment en matière de calendrier. Au plan de la consommation, la faiblesse du taux de chômage à 3,7%, la croissance des salaires horaires qui se maintient au-delà des 3%, et les derniers effets positifs de la réforme fiscale, avec le dernier train de remboursement d'impôts, ont permis le maintien d'une bonne dynamique avec une croissance de la consommation personnelle de 3%. Notons toutefois que les indicateurs avancés pointent d'ores et déjà vers une croissance de 2% seulement. L'activité des services reste étrangère au ralentissement industriel. La Réserve fédérale semble beaucoup plus préoccupée par la faiblesse de l'inflation. L'absence de relation entre le taux de chômage et l'inflation salariale reste une grande interrogation à un moment où des signes de fin de cycle apparaissent, qui devraient s'accompagner de hausse des salaires qui n'arrivent pas. Nous estimons que la Fed croit nécessaire un cycle d'abaissement des taux directeurs pour prolonger le cycle, après que le resserrement achevé fin 2018 soit allé un petit peu trop loin et, surtout, pour redresser l'inflation. Nos modèles pointent vers une inflation à 1,6 au sortir de l'été contre près de 2% aujourd'hui.

Nous pensons que l'économie américaine va continuer dans les mois qui viennent sa stabilisation sur une pente très légèrement baissière la menant vers 1,5% et que la présence vigilante de la Fed devrait éviter un ralentissement plus profond ou une récession en 2020. Le marché du travail reste en effet suffisamment dynamique pour laisser entrevoir un nouveau prolongement du cycle économique américain.

Le cycle devrait rebondir sous l'effet du soutien de politiques monétaires accommodantes

Croissance mondiale & taux long américains



Sources: Carmignac, Bloomberg, 28/06/2019

Europe

En Europe, le plus gros du ralentissement semble passé. Les indicateurs avancés de l'OCDE pour la zone euro, bien qu'encore en territoire négatif, se sont stabilisés. Un pays comme la Suède, précurseur du cycle économique grâce à sa position d'exportateur de produits industriels très divers vers un nombre important de pays voit ses indicateurs avancés commencer à se retourner. La France semble retrouver le moral après la rechute inattendue de 2018. Son indicateur PMI de l'activité manufacturière est repassé en territoire positif et l'Italie semble lui emboîter le pas. Globalement, l'emploi reste bien orienté dans la zone avec un taux de chômage au plus bas à 7,5% de la population qui pousse le moral des consommateurs sur un plus haut de 18 ans. L'Allemagne reste le parent pauvre de cette croissance, première victime des tensions commerciales sino-américaines, qui ont conduit à une réduction des commandes industrielles chinoises auprès de tous les fournisseurs étrangers. Les problèmes d'ajustement de son industrie automobile et une compétitivité industrielle qui se dégrade ont fait le reste, envoyant l'indice PMI manufacturier allemand sur un plus bas de 7 ans. La normalisation du commerce mondial est attendue avec impatience par cette Allemagne en proie au doute, où la politique de taux négatifs imposée par la BCE renchérit nettement les prix de l'immobilier et les loyers qui font souffrir cette nation de locataires.

Les tendances inflationnistes sont analogues à ce qui se passe aux Etats-Unis. Elles ont amené la BCE à une volte-face dont M. Draghi a déjà plusieurs fois gratifié les marchés. Le retour du « Draghi put », nom donné à l'assurance fournie par la BCE qu'elle fera tout ce qui est nécessaire pour éviter un ralentissement ou une faiblesse des prix trop prononcée, nous rend confiant dans la capacité de la zone euro à ne pas rechuter lourdement.

Marchés émergents

Les pays émergents ont souffert ces derniers trimestres d'une devise américaine relativement robuste empêchant aux pays neufs la mise en œuvre sans contrainte des politiques économiques et monétaires requises par leur situation économique. Les importations de biens d'équipement par les pays émergents sont en baisse de 10%, témoignant autant de cette incapacité à mener des politiques économiques et monétaires capables de contrer le ralentissement que des effets des tensions commerciales. Le fait le plus marquant du trimestre écoulé est l'échec du petit plan de relance chinois, contré par les tensions commerciales, alors que les autorités ne semblent moins empressées de remédier au ralentissement en cours. Nous pensons que le Président Xi estime que les Etats-Unis de Donald Trump ont plus à perdre que les Chinois d'un ralentissement provoqué par les négociations voulues par le président américain, si elles devaient s'éterniser. La possibilité que nous entrevoyions d'un dollar affaibli par un potentiel d'assouplissement monétaire généralement plus étoffé qu'ailleurs et par la poursuite du creusement des déficits fiscal et commercial, aiderait l'univers émergent en lui redonnant de la liquidité et de la liberté de manœuvre. A contrario, une mousson retardée en Inde ainsi que l'invasion des chenilles légionnaires qui fait des ravages dans les cultures au nord de la Chine, semblent devoir réduire sensiblement la production agricole des deux pays les plus peuplés au monde, et risquer de provoquer une baisse du pouvoir d'achat dans ces pays.

Le risque d'un affaiblissement marqué de la conjoncture mondiale nous semble ainsi réduit, en dépit de l'âge avancé du cycle américain : les principales banques centrales des pays développés sont à la manœuvre et semblent de plus en plus dépendantes de la volonté des pouvoirs politiques, à l'image de ce qui existe dans les pays non démocratiques. Les pressions exercées par Donald Trump sur l'avocat Jerome Powell, président de la Réserve fédérale américaine, ainsi que la nomination récente de l'avocate et ex-ministre de l'économie, la Française Christine Lagarde à la tête de la Banque centrale européenne, témoignent on ne peut plus clairement de la réduction du contrepoids technique traditionnellement offert par les banquiers centraux aux velléités politiques. L'absence d'inflation redonne de l'initiative aux banques centrales pour relancer la machine économique en cas de nécessité, et justifie par elle-même leur action. Les négociations commerciales font désormais partie du paysage des investisseurs. Il semble probable que Donald Trump essaiera d'aboutir à un accord, avec un calendrier optimisé dans l'optique de sa réélection. En attendant, les marchés devraient rester dans les mois qui viennent sur le mode anticipation de la bonne nouvelle d'un accord commercial, ce qui n'exclut en aucun cas des épisodes de doute et de volatilité.

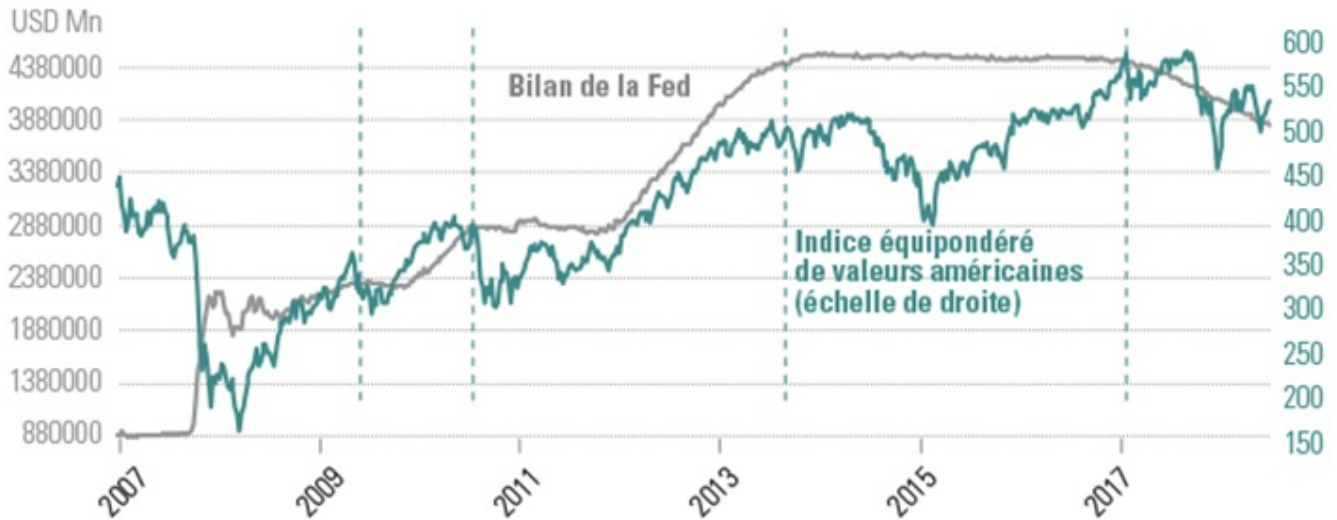
Stratégie d'investissement

Politiques monétaires accommodantes et probabilité faible de ralentissement économique marqué, constituent une combinaison favorable aux actifs financiers.

Le lien entre liquidité et comportement des actions est manifeste

Le retour du QE favorisera-t-il le retour en grâce des valeurs délaissées ?

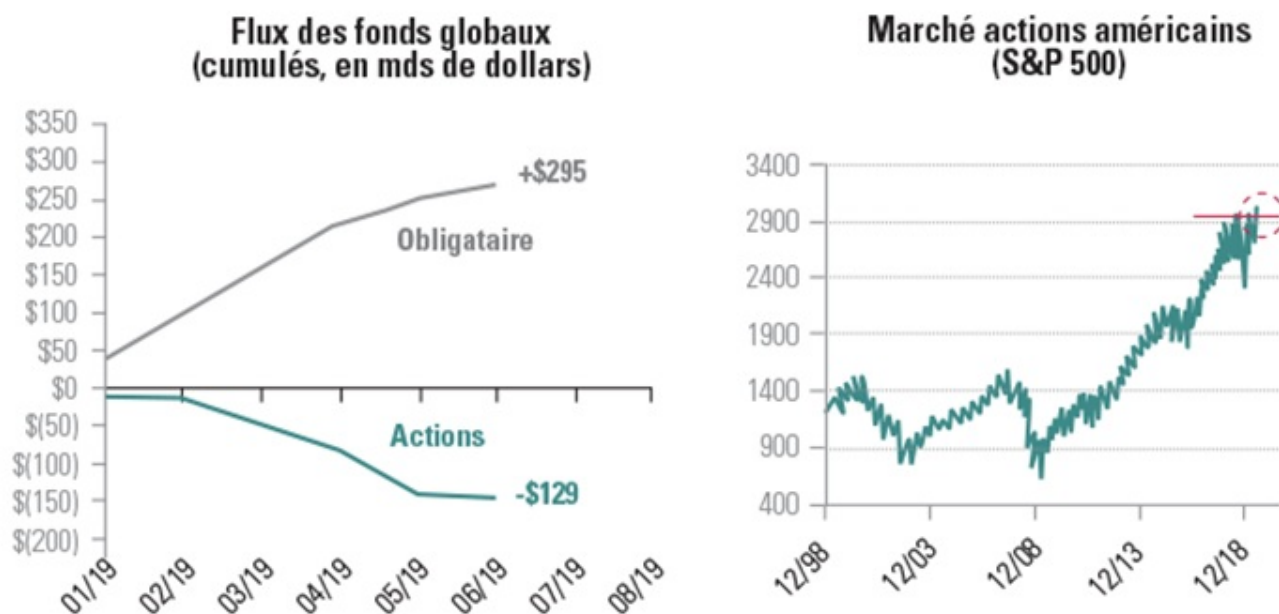
Bilan de la Réserve fédérale et marchés actions américains



Sources: Carmignac, Bloomberg, 28/06/2019

Les principaux bénéficiaires de l'environnement actuel devraient être **les marchés d'actions** qui semblent délaissés par les investisseurs. Les Fonds actions européens et américains connaissent en effet des ventes régulières, malgré la hausse persistante des indices boursiers. Nous prenons ce comportement atypique comme un signal contrariant haussier. Le faible positionnement des investisseurs sur les marchés d'actions devrait les inciter à prendre en marche le train de la hausse au fur et à mesure des confirmations du scénario économique que nous anticipons.

Actions américaines : de nouveaux plus hauts malgré la désertion des investisseurs



Sources: GS, Carmignac, Bloomberg, 28/06/2019

Les valeurs de croissance, peu sensibles au cycle économique, restent privilégiées dans notre allocation car nous n'attendons pas de rebond cyclique robuste. Nous n'écartons cependant pas la possibilité d'un rebond tactique des actions de sociétés sensibles à l'activité économique, au moindre signe tangible d'amélioration conjoncturelle, tant elles sont peu présentes dans l'allocation des grands gestionnaires aujourd'hui. Les actions des pays émergents choisies avec la plus grande sélectivité présenteront un intérêt renouvelé, si notre anticipation d'un dollar plus faible se matérialisait.

Sur **les marchés de taux**, la liquidité nouvelle qui s'annonce en Europe devrait permettre la poursuite des stratégies de convergence et la saisie d'opportunités spécifiques dans l'univers des obligations d'entreprises. Malgré le fort mouvement enregistré en ce début d'année, nous pensons que la courbe des taux américains pourrait encore offrir un potentiel de gains en capital si le ralentissement économique se poursuit en douceur quelques mois encore.

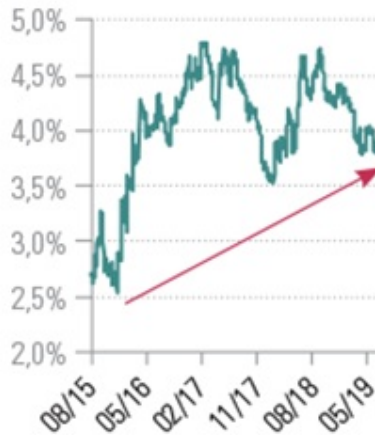
Sur **le marché des changes**, la faiblesse attendue du dollar ouvrirait la voie à une appréciation des devises émergentes des économies les plus robustes et à une détente sur le front des taux d'intérêt dans cet univers.

Vers un rebond des actifs émergents

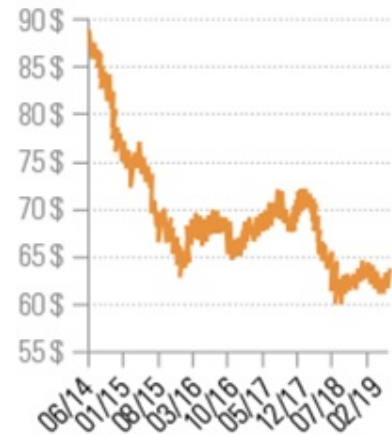
Marchés d'actions : sur/sous performance des marchés actions EM vis-à-vis des marchés développés



Marchés de taux : différentiel taux réels EM vs DM



Marchés des changes : devises EM vs USD (FXJPEMCS Index)



Sources: Carmignac, Bloomberg, 28/06/2019

Le risque principal de notre scénario est celui d'une perte de confiance à l'égard de l'efficacité d'une nouvelle vague d'assouplissements monétaires en termes de soutien de l'activité, l'accroissement de liquidités exerçant une force de traction décroissante sur la croissance. C'est particulièrement le cas en Europe, où la marge d'intervention réduite de la BCE exigera dans un avenir proche une relance fiscale sur l'ensemble de la zone, et de l'Allemagne en particulier. Il nous appartient de rester vigilants et de ne pas tomber dans la complaisance face à des décisions qui relèveraient davantage des tentations démagogiques des politiques que d'une saine gestion. De même, une action plus marquée des politiques budgétaires pourrait conduire en zone euro à des perspectives économiques et monétaires très différentes de ce à quoi les marchés et nous-mêmes nous sommes habitués au cours des deux dernières décennies. Gardons un esprit éveillé !

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.