

RAPPORT DE GESTION - 3ÈME TRIMESTRE 2018

Q3 2018

23.10.2018

Analyse économique

La poursuite tendancielle de la résorption de la liquidité ainsi que la possible persistance de légères tensions inflationnistes aux États-Unis, et dans une certaine mesure en Europe, sont les marqueurs d'un changement de régime dont témoigne la hausse des rendements obligataires des grands marchés mondiaux. Après 9 années de croissance ininterrompue, la fin du cycle approche en effet. Nous estimons cependant que la Fed tentera de rester en léger retrait dans ses relèvements de taux d'intérêt. Le but est de prolonger au maximum la croissance et d'initier un peu d'inflation qui, seules, peuvent aider à résorber l'endettement. Le changement de régime que nous percevons sur l'inflation et les politiques monétaires autorisera-t-il le maintien d'une orientation positive des marchés d'actions ? Les tensions commerciales pourraient aisément remettre en cause la poursuite de la valorisation des actifs en conjuguant ses effets inflationnistes à ceux du ralentissement global.

Point de vue global

Il y a trois mois, nous écrivions : « America First », traduction opérationnelle et radicale du « Make America Great Again » (...) s'avère ne pas être qu'un slogan mais bien le nom d'une politique économique sans fard, sans frein ni sans trop de limites, qui produit des effets positifs sur le moral économique outre-Atlantique (...) et explique pour une bonne part la résilience de la croissance américaine, au détriment du reste du monde. Nous ajoutions : « la capacité de mouvement américaine face à l'immobilisme européen emporte l'économie mondiale dans un antagonisme anxiogène que la politique monétaire américaine fait tout sauf apaiser ».

Le stimulus fiscal impulsé par l'Administration Trump continue de produire des effets positifs visibles sur l'activité américaine tout en imposant au reste du monde des taux d'intérêt de moins en moins compatibles avec son moindre dynamisme économique, la vigueur américaine permettant à la Réserve Fédérale la poursuite de sa normalisation monétaire. Ce resserrement monétaire a continué à affaiblir l'univers émergent qui doit en outre s'accommoder désormais de marges de manœuvre chinoises qui s'épuisent. L'Europe, quant à elle, n'en finit pas de compter ses déçus qui viennent gonfler les rangs des partis souverainistes dont la politique économique n'est souvent pas en adéquation avec les contraintes de la zone euro. La poursuite tendancielle de la résorption de la liquidité ainsi que la possible persistance de légères tensions inflationnistes

aux États-Unis, et dans une certaine mesure en Europe, sont les marqueurs d'un changement de régime dont témoigne la hausse des rendements obligataires des grands marchés mondiaux.

Les tensions sur les taux d'intérêt, ajoutées au ralentissement économique chinois et aux menaces très fortes sur ses exportations vers les États-Unis ont occasionné dans nos portefeuilles globaux d'importantes pertes relatives liées à nos investissements émergents notamment. La ligne très dure choisie par Donald Trump qui semble fermer la porte à toute possibilité de négociation à brève échéance avec la Chine a amplifié la sous-performance des pays neufs. Dans le même temps, la résilience de l'économie américaine a permis un rebond des thématiques cycliques sur lesquelles nous étions sous-positionnés, mais sans entraîner dans son sillage les valeurs aurifères que nous conservons en protection.

Le changement de régime que nous percevons sur l'inflation et les politiques monétaires autorisera-t-il le rattrapage des émergents et, au-delà, le maintien d'une orientation positive des marchés d'actions dans leur ensemble ? Les tensions commerciales que la plupart des commentateurs qualifient en effet de guerre commerciale pourraient aisément remettre en cause la poursuite de la valorisation des actifs en conjuguant ses effets inflationnistes à ceux du ralentissement global. Mais ces tensions commerciales ressemblent aussi à une négociation virile engagée par des États-Unis désireux d'instaurer une « juste » contribution de chacun de ses grands partenaires commerciaux à l'équilibre des échanges internationaux.

Dans cette optique, Donald Trump a déjà obtenu des résultats probants avec les partenaires de l'ex Alena mais aussi la Corée du Sud, alors que la pression retombe avec l'Europe et avec le Japon. Il reste à parvenir à un accord avec la Chine, à l'origine d'une part considérable du déficit commercial américain. La question de la propriété intellectuelle et des transferts forcés de technologie est une ligne rouge pour le président américain, capable d'empêcher un accord plus large à court terme car il y va de la suprématie technologique – donc économique – américaine.

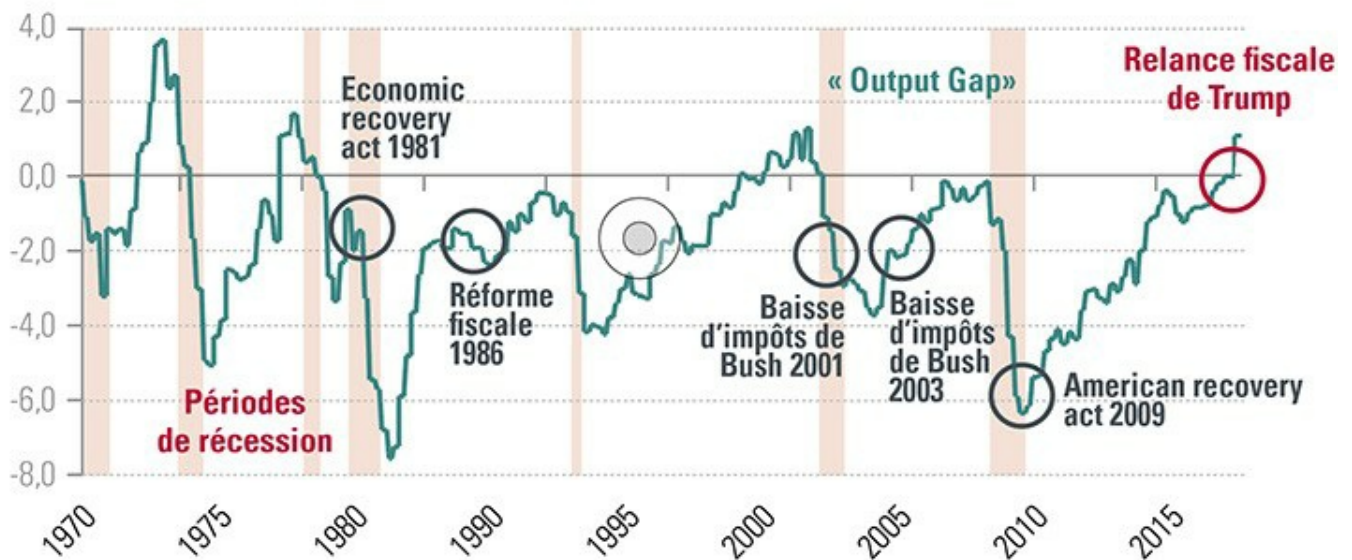
États-Unis

Aux États-Unis, notre scénario de base depuis quelques trimestres était celui d'un ralentissement léger qui n'empêcherait pas la poursuite de la normalisation monétaire de la Fed. Nous estimions toutefois vraisemblable il y a trois mois qu' : « une poursuite d'une hausse de l'inflation ou d'une stabilisation des prix sur de hauts niveaux n'est pas à exclure. Le pétrole et le plein emploi pourraient finir par initier un début de cercle vicieux entre l'inflation salariale et les prix des biens et services et ainsi commencer à éroder significativement les marges des entreprises. »

Nous décrivions là sans le nommer l'effet classique de l'épuisement des excès des capacités de production disponibles (*output gap*). L' *output gap* semble être passé pour la première fois cette année depuis 2002 en territoire positif. Lorsque la croissance réelle dépasse la croissance potentielle, le risque d'inflation augmente et avec lui celui d'une réaction restrictive de la Banque centrale qui met ainsi fin à la croissance. Après 9 années de croissance ininterrompue, la fin du cycle approche en effet. Nous estimons cependant que la Fed tentera de rester en léger retrait dans ses relèvements de taux d'intérêt. Le but est de prolonger au maximum la croissance et d'initier un peu d'inflation qui, seules, peuvent aider à résorber l'endettement.

États-Unis : une période inhabituelle du cycle économique pour une relance budgétaire

Relances budgétaires et « output gap »



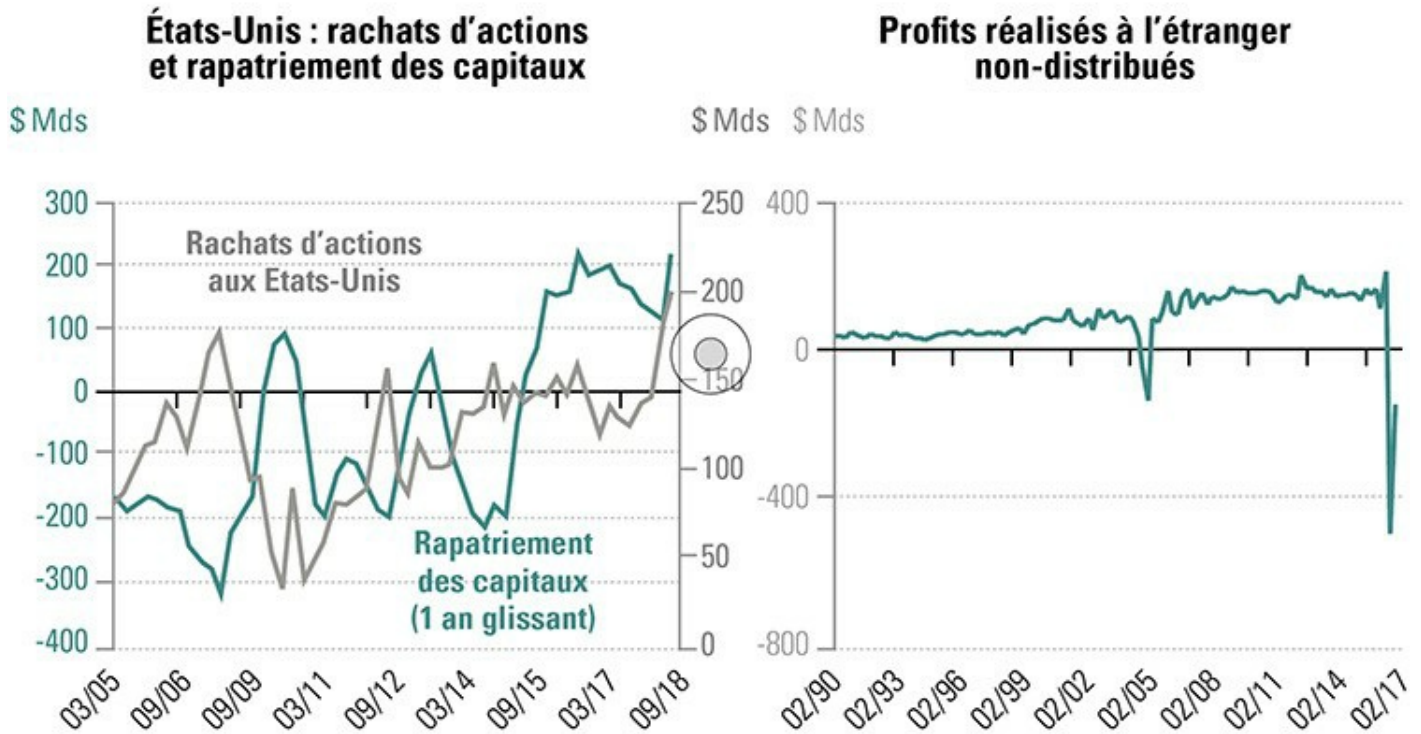
Source : Carmignac, 28/09/2018

En mars dernier, le président de la Fed s'était exprimé en ce sens, mentionnant « *l'impérieuse nécessité de ne pas resserrer la politique monétaire trop rapidement, au risque de voir ne pas monter suffisamment l'inflation, ce qui rendrait le prochain ralentissement plus difficile à contrer* ». En effet, outre l'instauration du régime de politique monétaire non conventionnelle, la politique budgétaire a conduit à une hausse considérable de la dette publique, qu'une hausse rapide des taux décidée par la Fed ou produite par des marchés trop conscients de la permissivité inflationniste de l'Institut d'émission rendrait insoutenable en cassant la croissance. C'est pourquoi, si la Fed peut accompagner l'inflation par un resserrement réalisé en réaction à la croissance et à l'inflation plutôt qu'en anticipation, avec l'intention de les contraindre, elle ne peut être trop en retard et prendre le risque que les marchés fassent ce travail à sa place. Ceux-ci provoqueraient une vive hausse des taux longs, plus rapide que la montée de l'inflation, assassine pour le marché immobilier et rapidement aussi pour la croissance du fait de taux de financement réels bien au-delà du taux de croissance économique.

Ce risque de pentification de la courbe est d'autant plus à éviter que la Fed est désormais vendeuse structurelle d'obligations à long terme dans le cadre de son resserrement quantitatif, que la Chine n'a plus d'excédents commerciaux à recycler sur les marchés américains, et que le déficit commercial lié à la politique de Trump occasionne un accroissement des émissions du Trésor. L'exercice proposé à la Fed de Jerome Powell réclame un dosage particulièrement fin du rythme de remontée des taux directeurs, entre réduction de la liquidité orchestrée par les principaux Instituts d'émission mondiaux et une économie qui profite d'une politique de relance budgétaire après 9 années de croissance. Cette politique fiscale conduit les ménages à

une anticipation de croissance de leurs revenus de plus de 4% et les perspectives d'investissement des enquêtes de la Fed vers une croissance de l'investissement à deux chiffres. Elle a poussé la croissance américaine à 4,2% au second trimestre (2,9% attendus pour 2018), avec un taux de chômage à 3,7 %, au plus bas depuis 1969, et une inflation sous-jacente de 2,3%. Tout cela au prix d'une augmentation du déficit public de 3,2% à 5,0% depuis l'accession de Donald Trump au pouvoir.

La normalisation monétaire et le rapatriement des capitaux créent une situation biaisée en faveur des États-Unis



Sources : Carmignac, Bloomberg, 28/09/2018.

La Fed peut cependant profiter du rapatriement aux États-Unis des profits réalisés ces dernières années à l'étranger par les entreprises américaines à un niveau de taxation réduit. Ces rapatriements se concrétisent pour une bonne part par des rachats de leurs propres actions par les entreprises (800 milliards de dollars à ce jour en 2018), qui conduisent les fonds de pension à réduire la part actions dans leur allocation d'actifs au profit des emprunts d'État à long terme afin de conserver leurs clefs de répartition souhaitées. Ce volet de la réforme fiscale permet ainsi de compenser au moins partiellement la disparition de la Fed comme acheteur structurel de bons du Trésor et donc à la Banque centrale de normaliser sa politique monétaire sans réduire excessivement la liquidité à l'intérieur des États-Unis. Cette configuration n'est pas loin d'être idéale tant que les rapatriements se poursuivent et se concrétisent en rachat d'actions et en achat d'obligations à long terme.

La liquidité dans le reste du monde subit au contraire les effets de ce rapatriement qui réduit la disponibilité des dollars à l'extérieur des US puisque ceux-ci sont « réimportés » aux États-Unis. Le comportement économique des actifs risqués dans les pays émergents mais aussi en Europe est significatif des effets

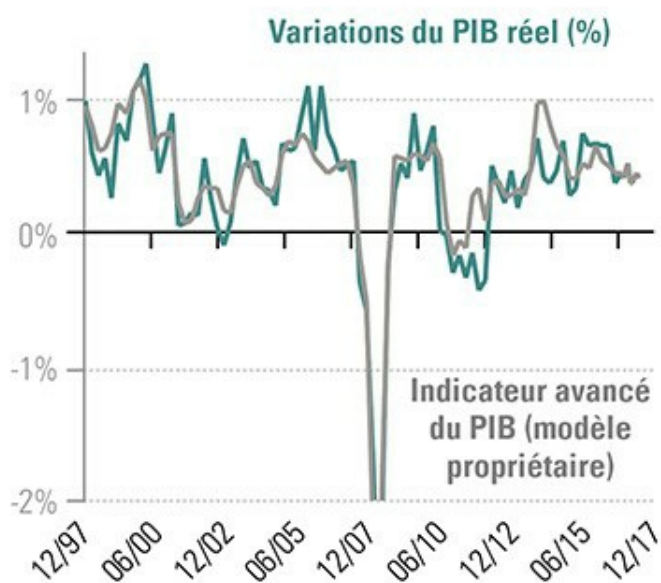
négatifs de ces rapatriements pour le reste du monde. La liquidité y pose un problème potentiellement grave.

Europe

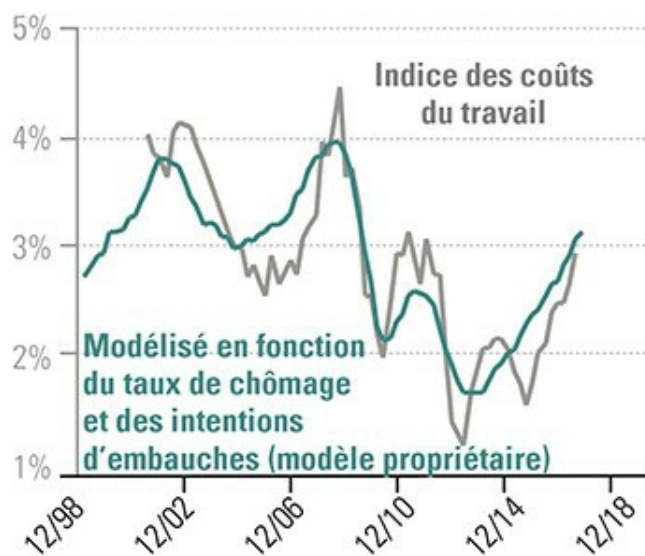
En Europe, les considérations politiques reprennent le dessus sur l'économie. Les déceptions sur le front de la croissance dans les pays du Sud, la crise migratoire et, d'une façon générale, la perception d'un manque de démocratie dans le fonctionnement des instances européennes, nourrissent les rangs des partis souverainistes qui pourraient très bien montrer leur force dans toute l'Europe lors des élections de mai 2019. Une relance budgétaire concertée au niveau européen pourrait être le moyen d'éviter un raz de marée souverainiste au printemps prochain mais l'absence totale de leadership européen rend cette hypothèse aussi illusoire qu'un rebond spontané de la croissance, qui s'est ralentie depuis le début d'année. L'approche de l'élection anxiogène du printemps prochain pourrait en effet inhiber les initiatives des acteurs de marchés et de l'économie. L'orthodoxie budgétaire et la créativité monétaire auxquelles nous nous sommes habitués depuis tant d'années risquent en effet de connaître une éclipse majeure capable de créer un rare niveau d'incertitudes et de geler toute ardeur de la part des investisseurs et des entrepreneurs.

Zone euro : la BCE coincée entre inflation et baisse du rythme de croissance

Zone euro : croissance du PIB (trimestrielle)



Zone euro : pressions salariales



Sources : Carmignac, Bloomberg, 28/09/2018.

Le ralentissement européen s'accompagne en outre de légères pressions inflationnistes favorisées par le comblement même furtif de l'output gap au cours de la très belle année 2017. La croissance potentielle des économies européennes est si basse que toute embellie déclenche des tensions. Les salaires en sont l'une

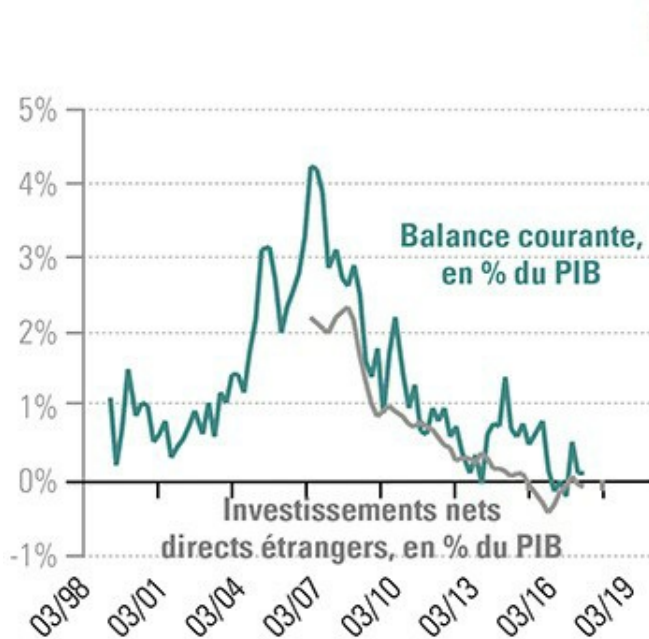
des manifestations visibles : l'indice européen du coût du travail est en hausse de 2,5% et les différentes modélisations visant à estimer le niveau des salaires pointent vers le même chiffre. L'inflation sous-jacente s'élève à 1,5% et les indicateurs avancés des prix pointent vers 1,5%. La croissance économique annualisée du deuxième trimestre n'est quant à elle que de 1,6%, après 2,7% pour l'ensemble de l'année 2017. Les divergences de dynamique économique entre les pays membres sont fortes. La tâche de la BCE qui va bientôt connaître son futur président va se compliquer davantage encore. L'évolution des marges de crédit souverain qui a récemment porté les rendements italiens 270 points de base au-dessus des français, la dette à 10 ans allemande qui ne rémunère qu'à hauteur de 57 points de base malgré une inflation de 2,3% et une situation de plein emploi laissent anticiper beaucoup de volatilité et de difficultés pour l'Institut d'émission et son nouveau président dans un contexte politique qui promet d'être particulièrement chahuté.

Pays émergents et Japon

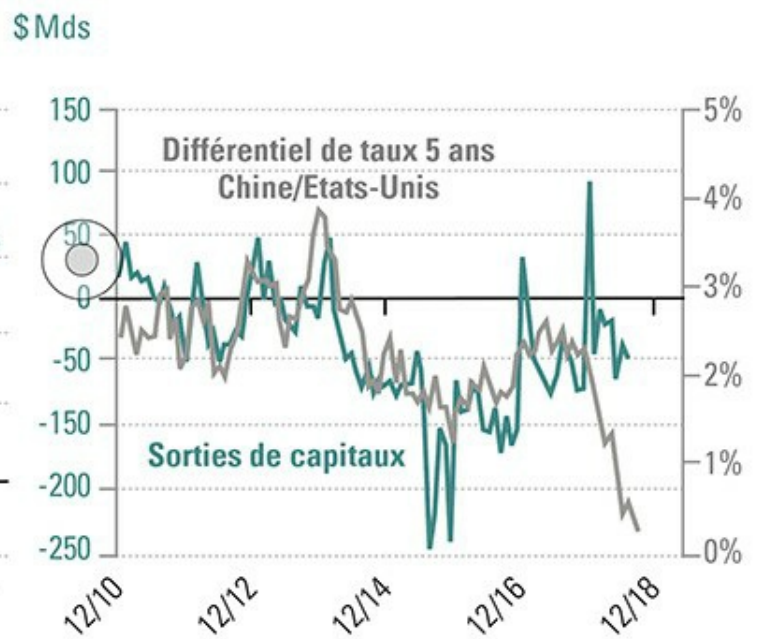
L'univers émergent souffre de la réduction de la liquidité résultant de la graduelle normalisation monétaire globale ainsi que de la hausse des taux américains, poussés par la croissance économique orchestrée par l'Administration Trump. La Chine, qui voit ses ventes au détail croître à leur rythme le plus bas depuis 2003 (6%) et la croissance nominale de l'investissement au plus bas depuis 2000 (5%), n'a pas beaucoup de marges de manœuvre. Sa balance des comptes courants n'est plus excédentaire, les flux de capitaux restent négatifs, empêchant une politique de dévaluation ou de baisse des taux.

Chine : une relance par une baisse de taux accentuerait les sorties de capitaux

Chine : dynamique internationale



Chine : mouvements de capitaux



Sources : Carmignac, Bloomberg, 28/09/2018.

La politique visant à augmenter la part de la consommation dans le PIB a été un échec. Il reste la possibilité d'un énième plan de relance destiné aux infrastructures mais les comptes publics ne sont plus ce qu'ils étaient : le FMI estime à 12-15 % le déficit public chinois lorsque les administrations locales sont prises en compte. Les négociations commerciales avec les États-Unis pourraient en cas d'échec faire perdre jusqu'à 1 point de croissance à la Chine. Dans ces conditions, un accord commercial nous semble encore possible tant il est nécessaire à l'empire du Milieu et qu'il apparaîtra inévitablement requis au soutien de la croissance américaine.

Stratégie d'investissement

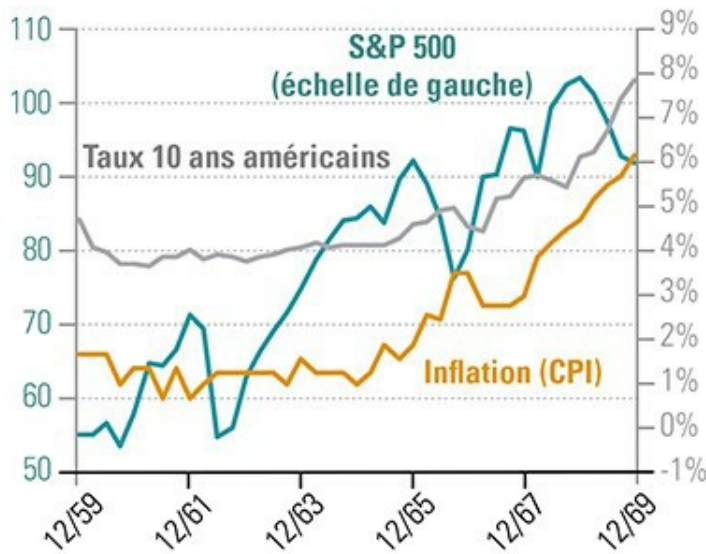
La hausse des taux américains témoigne autant, si ce n'est plus, de la résorption de la liquidité mondiale, que des perspectives de croissance ou d'inflation. Le *quantitative tightening*, après le *quantitative easing*, marque un changement de régime qui a déjà commencé à produire ses effets sur les marchés et les économies les plus dépendantes des financements extérieurs. Les effets des rapatriements des profits des sociétés américaines réalisés à l'extérieur pourraient un temps encore renforcer les tendances de ces derniers trimestres : une surperformance des actifs risqués américains, parallèlement à une croissance plus soutenue outre-Atlantique qu'ailleurs, jusqu'au dérapage des taux d'intérêt aux États-Unis, courts du fait de la Fed et longs du fait des anticipations de marché.

Les taux des emprunts d'État à 10 ans aux États-Unis sont passés d'un peu plus de 2% au dernier trimestre 2017 à 3,25% récemment, soit un plus haut de plus de 7 ans sans que les anticipations d'inflation ou le taux de croissance économique aient radicalement évolué. Les rendements à 10 ans évoluaient entre 1,4% et 3,05% depuis 2011. Il est vraisemblable que cette sortie de zone de fluctuation marque la confirmation d'un nouveau régime de taux d'intérêt. Nous estimons que la disparition de la Fed et de la Chine comme acheteurs structurels d'emprunts d'État américains, justifie ce changement d'équilibre pour lequel nos Fonds sont positionnés. Ces tensions se répercutent de façon plus modérée sur les emprunts européens qui auront aussi à faire face à l'arrêt du programme d'achats nets d'obligations par la Banque centrale européenne dans un avenir proche. Tant que la Fed poursuivra sa normalisation monétaire et que la croissance américaine continuera, nous serons incités à conserver une sensibilité négative aux taux d'intérêt. Les dettes souveraines des pays de l'Europe du Sud conservent un attrait dans l'optique d'une gestion opportuniste mais la combinaison d'une liquidité qui se contracte et d'une actualité politique pleine d'incertitudes en Europe n'en fait pas un axe d'investissement prioritaire. Nous surveillons avec attention par ailleurs les marges de crédit privé ; la résorption de la liquidité aura des effets décuplés sur cette classe d'actifs lorsque les marchés commenceront à anticiper le retournement baissier du cycle économique américain.

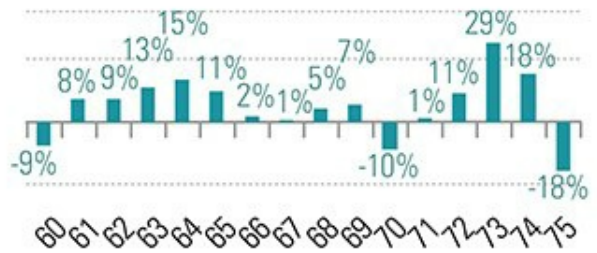
Des similitudes entre l'environnement actuel et les années 60

Vers une période « Nifty Fifty » 2.0 ?

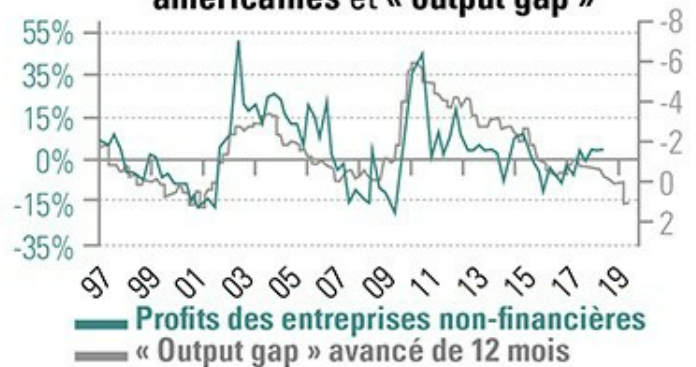
États-Unis : années 60



Années 60 : S&P500 croissance des BPA*



Actuel : profits des entreprises américaines et « output gap »



Sources :
Haut : Bloomberg, 31/03/1969.
Bas : Carmignac, 28/09/2018.
*Bénéfices par actions

Les marchés d'actions devraient continuer à opérer une distinction nette entre les sociétés à la croissance forte et régulière, non endettées et moins dépendantes du cycle économique et les autres. La capacité à produire des profits et des dividendes avec rémanence dans l'environnement qui se profile, sera chèrement valorisée. L'analogie avec le milieu des années 60 où les taux et l'inflation se sont redressés après une longue période de stabilité et où le taux de croissance des résultats des entreprises a lourdement chuté, vient à l'esprit. Cette période s'est caractérisée sur les marchés d'actions par la surperformance impressionnante de quelques dizaines de valeurs correspondant à la description ci-dessus. Le comblement de l'*output gap* aux États-Unis, signe avant-coureur d'inflation et de fin de cycle économique, qui plus est dans un contexte de réduction structurelle de la liquidité, constitueront une combinaison hostile pour la plupart des sociétés cotées. Les valeurs de qualité, américaines de préférence, continueront de constituer le noyau dur de nos investissements en actions. Dans une optique à plus court terme et opportuniste, nous guetons toute bonne surprise dans la négociation commerciale entre les États-Unis et la Chine. Une bonne nouvelle justifiera le rattrapage des marchés et secteurs qui ont le plus souffert des tensions commerciales, au premier rang desquels les marchés émergents et plus particulièrement la Chine. Nous nous attacherions ensuite à détecter tout signe de surchauffe qui pourrait déclencher une surréaction de la Fed et occasionner le retournement du cycle plus rapidement.

Les marchés des changes nous semblent peu lisibles et justifier très peu d'engagement. L'euro aura contre lui dans les mois qui viennent une situation politique aussi instable qu'incertaine alors que la valorisation du dollar devra s'ajuster à des déficits croissants. À très court terme, l'élection de mi-mandat aux États-Unis est par ailleurs de nature à faire bouger la parité euro/dollar de façon très aléatoire. Le yen pourrait rester un excellent baromètre de l'appétit au risque, en baissant dans les phases favorables à la prise de risques et en s'appréciant fortement dans les phases d'aversion au risque. Les devises émergentes ont, quant à elles, besoin d'une économie américaine moins dominatrice et d'une liquidité moins négative pour retrouver des couleurs.

Source : Bloomberg, 29/08/2018

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.