

RAPPORT DE GESTION - 4ÈME TRIMESTRE 2017

Q4 2017

par Frédéric LEROUX
Gérant
23.01.2018**Analyse économique**

La poursuite du rattrapage européen, la confirmation de la vigueur des pays émergents, une liquidité toujours abondante et le vote de la réforme fiscale aux États-Unis ont poussé les marchés actions à des niveaux record. L'économie de « conte de fées » est-elle vraiment une histoire sans fin ? Nous estimons que les États-Unis ne connaîtront pas la croissance anticipée et que l'inflexion que nous attendons, conjuguée au ralentissement chinois maîtrisé, devrait conduire à la réalisation d'une croissance mondiale plus faible que prévu, accompagnée par un léger regain d'inflation. 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.

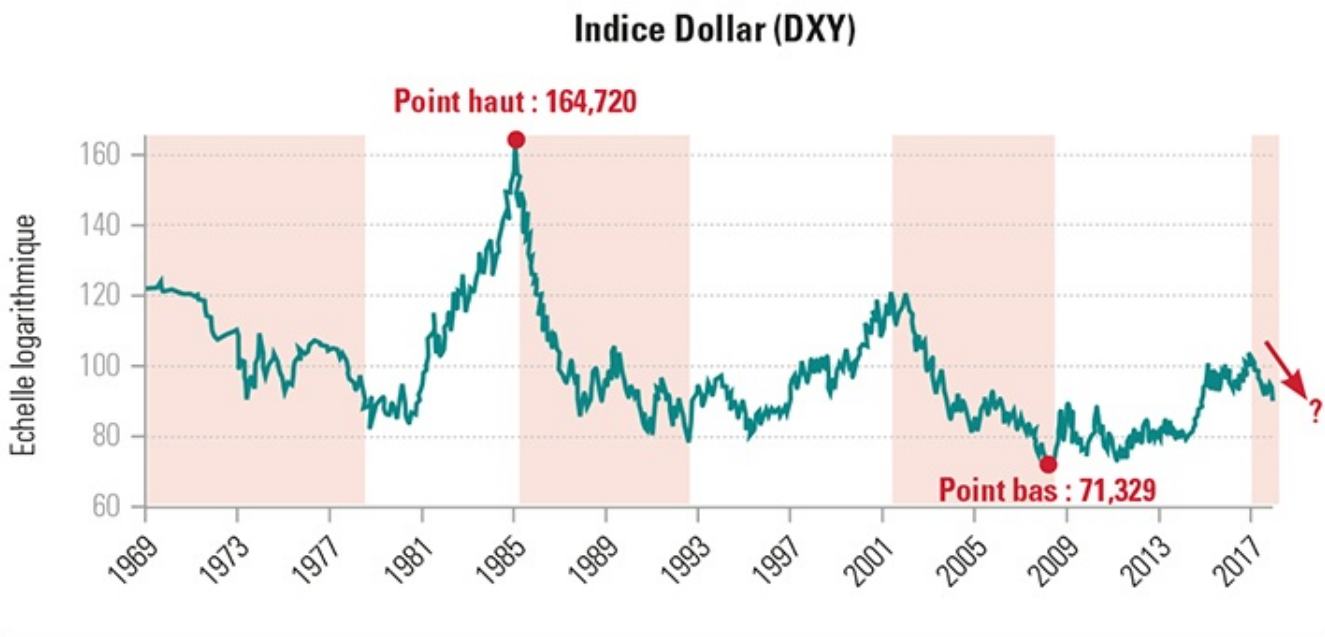
Point de vue global

Il y a trois mois, nous écrivions : « *La normalisation monétaire approche aux États-Unis et en Europe, malgré la persistance d'une inflation faible, assurant une réduction contrôlée de la liquidité par les Banques centrales. Le questionnement croissant de la Fed sur l'absence d'inflation nous conforte dans cette idée. Nous restons cependant en alerte quant à une éventuelle accélération des hausses des prix que le cycle reste capable de réveiller.* » Nous ajoutons : « *la puissance des forces déflationnistes à l'œuvre des deux côtés de l'Atlantique rend les objectifs d'inflation des Banques centrales hors de portée et ainsi peu crédibles des hausses marquées de leurs taux directeurs* ».

Depuis cette analyse, la Fed a remonté une seule fois son taux directeur sans occasionner de soubresauts sur les marchés de taux, d'actions ou de change, jusqu'à la fin de l'année dernière au moins. Les rendements des emprunts d'État américains ne se sont en effet que légèrement tendus alors que les européens sont restés stables, les actions ont poursuivi leur appréciation, avec vigueur aux États-Unis, au Japon et dans l'univers émergent, mais avec moins d'allant en Europe, qui pâtissait de l'affermissement de l'euro. Dans cet environnement porteur pour l'économie et les marchés, la Fed a poursuivi la réduction des réinvestissements des coupons de son portefeuille obligataire, la Banque du Japon a réduit ses achats d'obligations à 10 ans et la BCE devrait bientôt préparer les marchés à son action de normalisation. L'équilibre macro-financier se

déplace sous nos yeux.

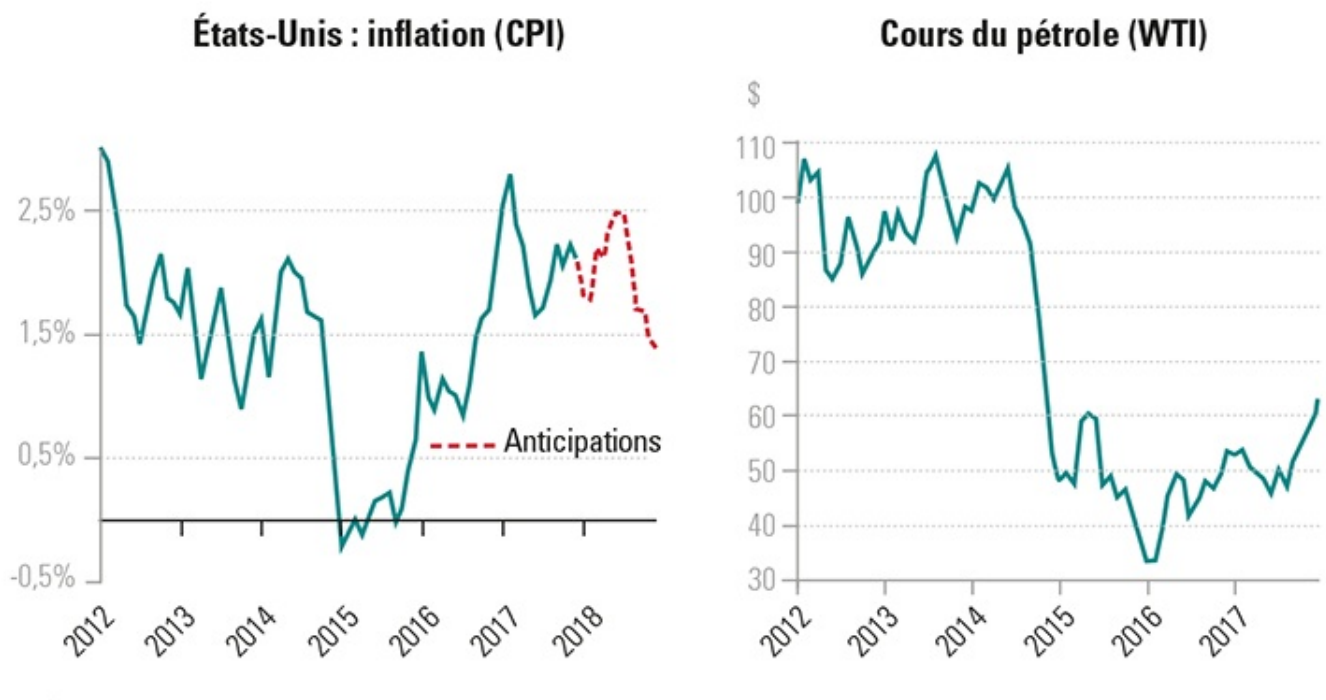
Devises : la confirmation d'un nouveau cycle baissier sur le dollar ?



Source : Bloomberg, 15/01/2018

La croissance mondiale anticipée, attendue désormais à 4% en 2018, a continué de progresser, alors que l'inflation a poursuivi sa baisse en pente douce, validant nos projections antérieures. La poursuite du rattrapage européen, la confirmation de la vigueur des pays émergents favorisée par la baisse du dollar, une liquidité toujours abondante et le passage de la réforme fiscale portée par le président Donald Trump font croire à nombre d'observateurs que la conjoncture favorable dont jouit l'économie mondiale de façon synchronisée depuis 2016 peut se prolonger sans à-coups, voire s'affermir encore. Simultanément, les anticipations des économistes et des opérateurs de marchés en matière d'inflation à horizon d'un an sont restées très contenues, avec 1,4% en Europe et 2,1% aux États-Unis. L'économie de « conte de fées » est-elle vraiment une histoire sans fin ?

États-Unis : la tendance désinflationniste n'empêche pas les fluctuations



Source :
Gauche : Carmignac, CEIC, décembre 2017
Droite : Bloomberg, 12/01/2018

Ces attentes nous semblent complaisantes, notamment à l'égard de l'inflation. Plusieurs facteurs parfaitement crédibles pourraient avoir des répercussions sur l'inflation mondiale : la hausse du prix du pétrole favorisée par la poursuite de l'affaiblissement du dollar contre toutes devises, le retour encore attendu et redouté des augmentations salariales dans des pays proches du plein emploi, un risque de surchauffe de l'économie américaine engendrée par cette réforme fiscale dont les effets potentiels sur la croissance ne sont pas encore correctement analysés, tant son domaine d'application est vaste.

Certes, ces potentiels inflationnistes peuvent être largement contrés par les facteurs structurels bien identifiés, comme les pressions déflationnistes toujours imprimées par l'économie numérique, les effets récessifs du nécessaire désendettement global, ou les pesanteurs démographiques. Il n'en reste pas moins que tout signe de résurgence inflationniste dans le contexte de normalisation monétaire pourra avoir des effets disproportionnés sur les marchés et occasionner de mauvaises réponses des Banques centrales ou des opérateurs de marchés. Quant aux perspectives de croissance mondiale, tant la normalisation en cours de la politique de trois des principaux instituts monétaires mondiaux que notre analyse conjoncturelle américaine nous amènent à un petit peu plus de réserve que le consensus. Un changement de régime monétaire global ne saurait être complètement anodin. Dans cet environnement macro-économique où c'est de nouveau le cycle qui conditionne l'activité des Banques centrales, quel est notre scénario de base, quels risques y sont associés, vers quel type de comportement les marchés se dirigent-ils ?

États-Unis

L'économie américaine semble trouver une nouvelle jeunesse. La réforme fiscale a rehaussé les anticipations de croissance que le consensus voit désormais à 2,6% sur l'ensemble de l'année. Notre lecture est plus réservée, malgré la réforme. L'investissement qui a profité d'un important rattrapage du secteur énergétique et minier ne peut plus compter sur la même vivacité de ce moteur. Quant à la baisse de la pression fiscale sur les entreprises, nous l'estimons à 3% au mieux plutôt qu'aux 15% apparents, ce qui ne constitue pas une incitation suffisante à l'investissement dans un cycle économique très mûr. Nous estimons donc que la réforme relancera en 2018 les activités de fusion et d'acquisition ainsi que le rachat de leurs titres par les entreprises plus qu'elle ne stimulera l'investissement réel. La réforme fiscale n'est cependant pas marginale ; elle est capable de produire des effets de long terme sur la croissance potentielle grâce notamment au traitement fiscal des investissements et à la dissuasion au recours à l'endettement.

La consommation américaine en suspens

Consommation réelle, variation annuelle



Revenu disponible, variation annuelle



Épargne, % des revenus personnels disponibles



Source : Carmignac, CEIC, novembre 2017

Sur le front de la consommation, l'économie américaine semble pouvoir compter sur des augmentations de salaire consenties par certains grands groupes saluant de cette manière la réforme fiscale. Mais la faiblesse du taux d'épargne proche de 3% devrait absorber une bonne partie de ces augmentations, si l'on se réfère à la traduction récente en épargne additionnelle des hausses des revenus disponibles constatées. Les exportations quant à elles pourront certes s'appuyer sur un dollar faible pour contribuer à la croissance américaine, mais le rythme des importations des grands acteurs mondiaux du commerce mondial n'incite pas

autre mesure à l'optimisme sur ce front. En effet, la Chine, la Corée du Sud et l'Allemagne ont récemment présenté des statistiques d'importation en demi-teinte.

Par ailleurs, l'inflation pourrait s'avérer un autre facteur déstabilisant aux États-Unis. Les effets de base sur les prix de l'énergie devraient conduire de mars à juillet à une hausse de l'inflation de 1,7% à 2,5%, sans poursuite de la hausse des prix énergétiques. De même, l'approche de la barre des 4% pour le taux de chômage pourrait ajouter à la crainte inflationniste. 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 tout en provoquant une petite pause salutaire pour la macro-économie américaine. Bien entendu, le pouvoir de persuasion de Donald Trump pourrait une nouvelle fois retarder l'inflexion conjoncturelle attendue s'il parvenait à brève échéance à faire voter son programme de dépenses d'infrastructures. Mais dans ce cas, c'est la surchauffe et ses implications plus douloureuses qui prévaudraient.

Europe

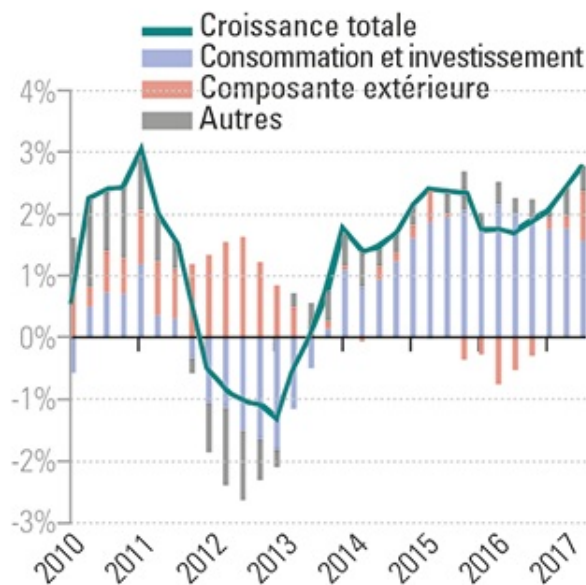
L'Europe n'en finit pas de surprendre en bien grâce aux améliorations sensibles de l'économie et de la confiance en France, à la résilience allemande que la longue recherche d'un gouvernement ne semble pas avoir affaiblie ou à l'Italie qui, comme la France mais avec peu de réformes, rattrape un peu de cette croissance perdue lors des années de crise européenne. La situation politique espagnole et l'élection italienne du mois de mars pourraient affecter cette dynamique européenne qui profite à plein d'une politique monétaire particulièrement favorable. La normalisation n'y a encore pas commencé, ce qui permet aux taux des emprunts d'État allemands d'évoluer autour de la barre des 0,5% malgré une inflation de 1,7% et une croissance européenne de 2,7% annualisée au troisième trimestre 2017.

Zone euro : une conjoncture favorable mais très dépendante de la croissance mondiale

Commission européenne : indicateur du sentiment économique



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



Source : Carmignac, CEIC, décembre 2017

La force de l'euro depuis début 2017 pourrait finir par impacter la croissance européenne par un affaiblissement de ses exportations hors zone euro, d'autant que les exportations nettes de la zone contribuent pour près d'un tiers à la croissance européenne et que cette composante de la croissance a été la plus dynamique au cours des trimestres récents. Plus que jamais, l'activité européenne apparaît comme une conséquence de la croissance du reste du monde, même si nous ne saurions ignorer ni son potentiel de rattrapage après tant d'années de sous-performance, ni les effets de taux anormalement bas qui créent d'authentiques opportunités favorables à la croissance avant le début de la normalisation attendue.

Pays émergents et Japon

L'univers émergent profite globalement des politiques monétaires encore expansionnistes dans les économies avancées et de la faiblesse du dollar, qui y créent des conditions de liquidité favorables en y permettant la mise en œuvre de politiques monétaires accommodantes partout où les évolutions des prix le permettent.

La Chine connaît un léger ralentissement, si l'on en juge par les données les plus objectives de fret ou de production d'électricité. L'indice Li Keqiang qui mesure par ces données réelles l'activité industrielle anticipée

s'est retourné à la baisse depuis un an. Dans le même sens, la croissance du crédit est repassée sous les 15% ces tout derniers mois. Les autorités sont à la manœuvre, et devraient être capables d'éviter de perdre le contrôle de ce ralentissement souhaité. Ailleurs en Asie, les exportations sont légèrement impactées par ce ralentissement, qui n'empêche pas un affermissement généralisé des devises, permis par la poursuite tendancielle de l'amélioration des comptes courants. Ailleurs, les pays exportateurs de matières premières profitent de leur vif rebond. La Russie et le Brésil en sont de bons exemples, mais leur bonne santé économique n'est en rien une indication avancée pour l'ensemble de l'univers émergent ; ces pays sont en effet au bout de la chaîne de production et sont donc généralement à la traîne du cycle économique régional et global.

Le Japon poursuit quant à lui sa lente mais persistante remontée. La Banque centrale nipponne n'a plus à soutenir l'économie autant qu'elle s'était engagée à le faire car le besoin s'en fait moins sentir. La normalisation monétaire qui commence doucement s'ajoute à celle des États-Unis et bientôt de l'Europe. Il nous appartiendra de juger si le rythme de cette normalisation concertée est en phase avec celui de la croissance mondiale.

Stratégie d'investissement

Le retour à la normale du fonctionnement économique est en cours. Il implique que c'est de nouveau le cycle qui provoque les décisions de politique monétaire. Bonne nouvelle pour une gestion active ! La synchronisation du cycle et sa vigueur relative justifient la normalisation de ces politiques, et promettent des taux plus élevés à terme. Notre optimisme à l'égard de la conjoncture mondiale est plus réservé que celui du consensus. Nous estimons que les États-Unis ne connaîtront pas la croissance de 2,6% anticipée et que l'inflexion que nous attendons, conjuguée au ralentissement chinois maîtrisé, conduira à la réalisation d'une croissance mondiale plus faible que prévu, accompagnée par un léger regain d'inflation. Ce diagnostic a des implications sur les trois classes d'actifs principales.

Sur les marchés des changes, il entraîne une poursuite de l'appréciation de l'euro et, plus généralement, de l'affaiblissement du dollar. La diffusion de la croissance américaine au reste du monde est un facteur d'affaiblissement du billet vert, surtout si l'inflexion vers le bas du rythme de croissance outre-Atlantique est mesurée, comme nous l'attendons. La réforme fiscale devrait en effet contrer partiellement le vieillissement du cycle qui pèse sur le potentiel de consommation et d'investissement. Cette lecture nous conduit à une couverture intégrale du risque dollar en ce début d'année.

Les taux d'intérêt obligataires pourraient poursuivre la convergence entamée lors du trimestre écoulé entre les États-Unis et l'Europe. L'affaiblissement conjoncturel américain devrait réduire le nombre de hausses de taux anticipé et contribuer à abaisser la partie longue de la courbe. Cependant, les craintes inflationnistes referont surface de temps à autre et empêcheront une baisse sensible des rendements des Treasuries. En Europe, la vigueur diffuse de la conjoncture conjuguée à l'annonce imminente de la normalisation de la politique de la BCE devrait confirmer la hausse des rendements des emprunts d'État et réduire ainsi l'écart de rendement de part et d'autre de l'Atlantique. Notre gestion mettra à profit toute situation de détente sur les taux allemands pour prendre position en faveur de leur reprise. La normalisation de la BCE mettra finalement en évidence l'anomalie constituée par la faiblesse des rendements obligataires outre-Rhin. Quant aux dettes locales émergentes, elles continuent d'offrir, sélectivement, de belles opportunités.

Les marchés d'actions ont déjà bien pris en compte la bonne conjoncture macro-économique et intégré les effets à court terme de la réforme fiscale américaine. L'inflexion conjoncturelle que nous anticipons pour les États-Unis pourra initialement nuire aux sociétés sensibles au cycle économique. Mais les sociétés non endettées présentant une bonne rentabilité des capitaux et évoluant dans des secteurs de croissance comme la technologie de l'information devraient tirer leur épingle du jeu. À l'autre bout du spectre, le secteur énergétique devrait continuer de bénéficier de la réduction des stocks mondiaux, d'autant que la poursuite de la baisse du dollar que nous anticipons devrait ajouter à l'attrait du secteur. La thématique émergente restera également favorisée car elle profitera de la poursuite de l'affaiblissement du billet vert et de moindres tensions sur les taux américains. Les actions européennes devraient continuer à souffrir en termes relatifs de l'appréciation de l'euro. Les valeurs domestiques y sont à privilégier. Aussi, l'inflexion économique que nous attendons recèle, nous semble-t-il, nombre d'opportunités d'investissement attrayantes.

Sources des données chiffrées : Carmignac, CEIC, 29/12/2017

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.