

RAPPORT DE GESTION - 4ÈME TRIMESTRE 2018

Q4 2018

24.01.2019

Analyse économique

Après un trimestre noir pour les marchés, la question cruciale pour l'économie et les marchés eux-mêmes pourrait être de savoir si la Fed va capituler suffisamment vite face aux désordres qu'elle observe et auxquels elle contribue, pour éviter une récession globale en 2020. En effet, au vu de la très faible potentialité de réponse économique et monétaire à son ralentissement économique et à la grogne sociale qui monte, l'Europe ne pourra contribuer par elle-même à un plus grand dynamisme global. De même, la Chine est actuellement démunie en matière de marges de manœuvre pour limiter son net ralentissement, tant que le resserrement monétaire américain persiste. Aux États-Unis, 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. Comment l'économie et les marchés réagiront-ils à ce délai ? Quels sont les facteurs qui pourraient rendre acceptable le report de l'inversion de la politique monétaire américaine ?

Point de vue global

Dans notre précédent rapport, nous écrivions : « 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 ». Nous ajoutons au sujet des États-Unis : « l'excédent de capacité de production disponible (« l'output gap ») semble être passé pour la première fois 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 fin à la croissance ».

Cet environnement, encore assombri par le scepticisme des investisseurs à l'égard des négociations commerciales viriles imposées par Trump à la Chine et par la perception d'un cycle de croissance économique américaine approchant de sa fin car butant sur ses contraintes de capacité, a conduit à un très violent ajustement à la baisse des valorisations des actifs risqués à travers le monde. Les actifs américains se sont finalement joints au mouvement d'ensemble après avoir fait cavalier seul lors des trois trimestres

précédents, produisant l'un des pires trimestres pour le nombre d'indices boursiers et pour les marges des crédits privés qui se sont élargies du fait de la concomitance de la réduction de la liquidité et des craintes de ralentissement économique.

2018 : la grande divergence créée par « America First » s'est accentuée... jusqu'à la rupture

Le comblement de « l'output gap » a commencé à peser sur les marges

Performance long-terme des marchés américains, européens et émergents (en USD)



Sources : Carmignac, Bloomberg, 16/01/2019

Notre capacité d'anticipation a été biaisée par notre analyse erronée d'une citadelle boursière américaine plus robuste, que le resserrement progressif des conditions monétaires orchestré par la Réserve Fédérale de Jerome Powell, les inquiétudes sur le front commercial, les craintes sur les profits des entreprises et les tensions politiques internes dues au comportement particulier du président Trump, ont finalement conquise. D'une façon plus générale, nous avons commis l'erreur de sous-estimer les effets sur les marchés d'une liquidité globale de moins en moins abondante dans le contexte d'une activité économique américaine résiliente.

Après ce trimestre noir pour les marchés, la question cruciale pour l'économie et les marchés eux-mêmes pourrait être de savoir si la Fed va capituler suffisamment vite face aux désordres qu'elle observe et auxquels elle contribue, pour éviter une récession globale en 2020. En effet, au vu de la très faible potentialité de réponse économique et monétaire à son ralentissement économique et à la grogne sociale qui monte, l'Europe ne pourra contribuer par elle-même à un plus grand dynamisme global. De même, la Chine est actuellement démunie en matière de marges de manœuvre pour limiter son net ralentissement, tant que le resserrement monétaire américain persiste. Enfin, le comblement de l'*output gap* aux États-Unis contribue au pincement des marges par la hausse des coûts qui pourrait contribuer à affaiblir durablement l'investissement outre Atlantique. Ce comblement de l'*output gap* complique d'ailleurs sensiblement l'action

de la Fed, qui doit prendre en compte la probabilité non nulle d'un net ralentissement américain tout en gérant le risque d'une montée de l'inflation à court terme, qui accompagne d'ordinaire les fins de cycles économiques. 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. Comment l'économie et les marchés réagiront-ils à ce délai ? Quels sont les facteurs qui pourraient rendre acceptable le report de l'inversion de la politique monétaire américaine ?

États-Unis

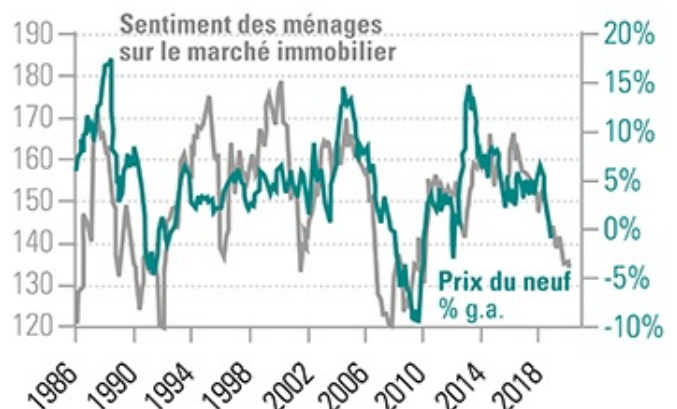
Les indicateurs avancés de l'activité ont commencé à converger vers l'anticipation d'un ralentissement. La frange cyclique de l'économie américaine ralentit : le marché immobilier, le secteur manufacturier en général et automobile en particulier, dans un contexte de ralentissement du commerce mondial lié aux négociations en cours avec la Chine.

États-Unis : les facteurs de retournement cyclique sont déjà présents

États-Unis : marges des entreprises



États-Unis : situation du marché immobilier



Source : Carmignac, Datastream, Bloomberg, 01/2019

Inversement, la consommation reste vigoureuse sous l'effet du dynamisme du marché du travail et de la hausse des salaires, ainsi que de la réforme fiscale qui va trouver un second souffle au cours du premier trimestre. Au plan fiscal en effet, les ménages vont bénéficier de réductions au premier semestre reflétant la réforme votée en janvier dernier, dont la hausse de certains plafonds de dépenses déductibles et le doublement du *child tax credit*. Le marché du travail est quant à lui si vigoureux que le taux de chômage stationne entre 3,7 et 3,9% malgré une augmentation du taux de participation à 63,1%, revenu à un plus haut de 5 années, en dépit du vieillissement de la population qui devrait avoir un effet négatif sur ce taux de participation. Ceci traduit un optimisme certain chez les sans-emplois qui témoignent d'un espoir grandissant de retrouver du travail. Parallèlement, le taux de salaire horaire moyen poursuit son ascension régulière, en croissance désormais de 3,2% par an (plus haut de 10 ans): la baisse du taux de chômage se convertit depuis

18 mois en hausse des rémunérations. Le marché du travail reste particulièrement dynamique. La tâche de la Réserve Fédérale est, comme nous l'expliquions il y a trois mois, compliquée par le comblement de l' *output gap* : le dépassement par la croissance économique réelle du taux de croissance potentiel crée des tensions sur les prix et les salaires au moment où les signes avant-coureurs du ralentissement apparaissent. La consommation, l'emploi et les salaires ne sont que des indicateurs retardés du cycle économique, mais ils sont suffisamment proches de la surchauffe pour empêcher la Fed de traiter en anticipation le ralentissement qui se profile doucement. L'effet négatif le plus néfaste du comblement de l' *output gap* est la contraction des marges des entreprises, pincées par les hausses des coûts d'une part, et des prix de vente encore retenus dans de nombreux secteurs par la persistance de pressions déflationnistes d'autre part.

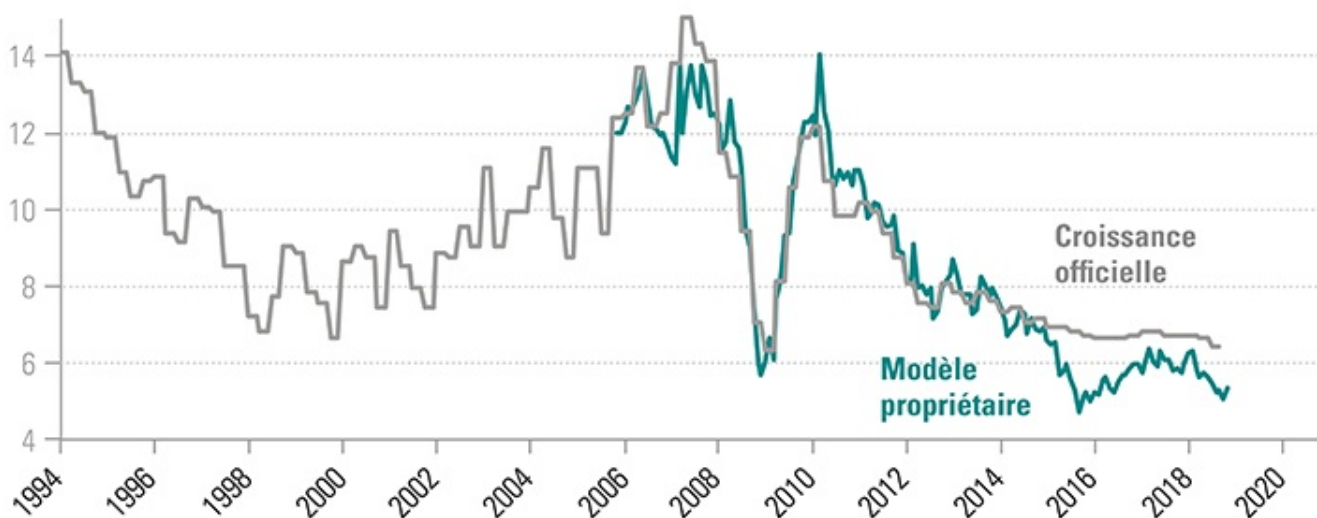
Le marché des actions américain a d'ailleurs entamé sa baisse lorsque ce risque est apparu dans les alertes sur résultats de certaines entreprises début octobre. Face au risque sur les marges, les marchés ont plongé lorsque la Réserve Fédérale a affirmé que le rythme d'amortissement de son stock d'obligations constitué lors des années de *quantitative easing* ne serait pas dépendant de l'activité économique. Cette réaction très négative des marchés a provoqué un discours plus compréhensif de la Fed qui, avec l'affaiblissement induit du dollar, trouve pourtant une raison objective de ne pas inverser son cycle de resserrement monétaire. **Il nous semble donc raisonnable d'estimer que l'optimisme des marchés observé au début de l'année est fragile : la Fed devrait prendre le risque d'attendre davantage d'évidences de ralentissement avant de desserrer son étreinte.** Le stress à l'égard d'un ralentissement prononcé de l'économie américaine pourrait ainsi 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.

Marchés émergents

Les pays émergents continuent dans leur ensemble de souffrir des négociations commerciales en cours entre les États-Unis et la Chine. La forte baisse des cours du pétrole (-35% sur le trimestre) pour les mêmes raisons augmente la douleur ou la réduit selon que les pays neufs l'exportent ou l'importent. La Chine connaît un ralentissement sensible qui n'est pas étranger à l'élimination du *shadow banking* par les pouvoirs publics, qui ont mis du temps à réorienter les crédits bancaires vers le secteur privé. Sans mise en œuvre d'un *policy mix* plus agressif pour contrer le ralentissement, nous estimons que la croissance « effective » chinoise devrait fléchir vers 5%, un plus bas de 3 ans, et ne connaîtra qu'un rebond modeste au second semestre.

Chine : la croissance plus proche de 5% que du 6,4% officiel

Chine : croissance officielle du PIB vs modèle propriétaire*



Sources : Carmignac, Datastream, Bloomberg, 01/2019

*modèle de croissance estimée à partir de données mensuelles

(production d'électricité, fret ferroviaire et portuaire...), plus réaliste que le PIB officiel

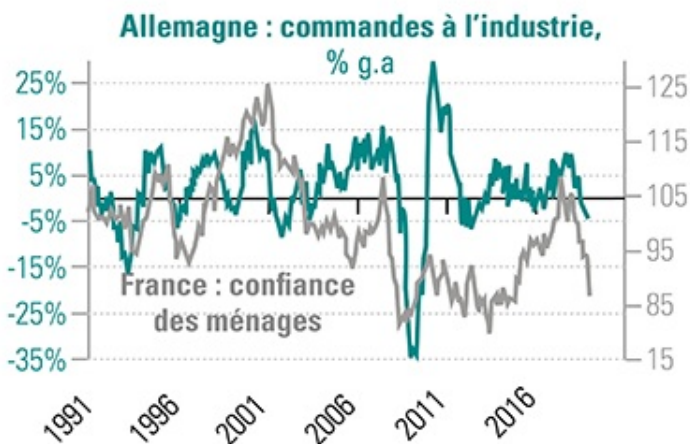
En ce début d'année, le stimulus budgétaire est à peine équivalent à 0,3 point de PIB, portant le déficit public attendu à -2,8% du PIB. La politique monétaire est quant à elle au mieux neutre. La désinflation en cours (la hausse des prix est passée de 2,5% en septembre à 1,9% en décembre) pourrait conduire à une hausse des taux réels, très douloureuse pour une économie endettée comme la Chine. De fait, le ralentissement a provoqué un net affaiblissement de la courbe des taux chinois qui se situent très proches des taux américains désormais. Davantage de stimulation monétaire risquerait ainsi de provoquer des sorties de capitaux et un ajustement baissier de la devise, en écho à la dévaluation de l'été 2015. Un yuan plus faible ne ferait en outre qu'envenimer davantage les relations avec l'Administration Trump. Seule une détente monétaire américaine et/ou une accalmie sur le front des tensions commerciales, permettrait de redonner des marges de manœuvre à la Banque Populaire de Chine. Or la simple perspective récemment évoquée par la Fed d'une dépendance de l'intégralité de sa politique monétaire aux données économiques américaines, que les opérateurs anticipent faibles, recrée de l'appétit pour le risque.

Europe

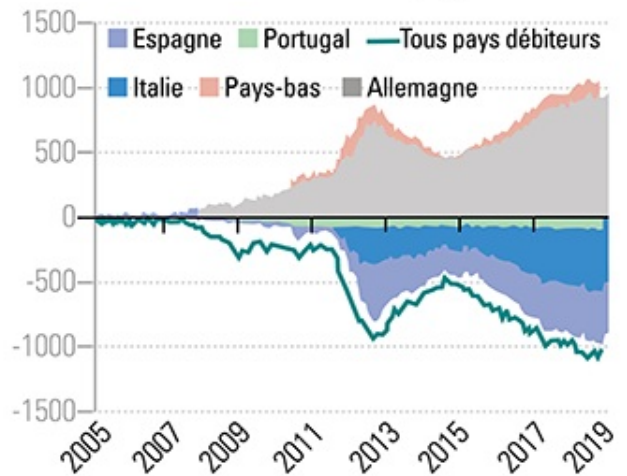
La situation européenne reste déprimée. Si l'on peut s'attendre en Allemagne à une stimulation budgétaire de l'ordre de 1 point de PIB et à un secteur de la construction bien orienté, la faiblesse du commerce mondial pèse lourdement sur les commandes industrielles (-4,3% en novembre) en particulier et les exportations en général (-1,9% sur un an), alors que la consommation reste sans relief.

Zone euro : ralentissement conjoncturel, déséquilibres structurels

Zone euro : les moteurs de la croissance en berne



Zone euro : divergence des positions externes entre pays



Sources : Carmignac; Datastream, Bloomberg, 01/2019

En Italie, le gouvernement est parvenu à imposer à l'Europe un stimulus de quelques dixièmes de points de PIB, dont on attend une maigre croissance de 0,4% en 2019. Le cas de la France est emblématique de l'impasse européenne. La tentative de traitement « vertueux » (conforme aux traités européens) des faiblesses françaises a échoué. Le niveau des taxes semble avoir atteint la limite supportable et la rue a, à cet instant, réussi à imposer un stimulus budgétaire de 0,4 point de PIB... en attendant la suite. Ces stimuli n'empêchent en aucun cas les indicateurs avancés de l'activité de poursuivre leur décline, partout en Europe même si, fait positif notable, leur rythme de dégradation se ralentit. La Banque centrale européenne semble ne pas avoir beaucoup de latitude pour aider au retour d'un dynamisme européen plus affirmé mais il est vraisemblable qu'elle recourra aux anciens outils (TLTRO, twist...), si le stress électoral prochain venait à affaiblir encore la conjoncture européenne.

La crise politique italienne et la rébellion française contre la baisse perçue du pouvoir d'achat ou le déclassement social doivent être scrutées avec attention. Elles peuvent en effet constituer des signaux forts de la nécessité d'un changement marqué du *policy mix* à l'œuvre depuis si longtemps, composé d'une politique monétaire laxiste et d'une politique fiscale restrictive. L'absence de résultats probants sur le front de l'activité économique teste de plus en plus la patience des peuples. Il devient hasardeux d'exclure la possibilité d'une poursuite de la dégradation de la gouvernance en matière de politique économique en parallèle d'une perte de confiance à l'égard du pouvoir politique. Il devient probable que l'arrêt de la convergence en matière de taux obligataires, après un net coup d'arrêt en 2018, donne naissance à une poursuite de la divergence en matière de coûts d'emprunts entre les États européens.

En dépit de situations économiques régionales peu reluisantes, la Réserve Fédérale américaine pourrait ne pas détendre sa politique monétaire aussi vite que les marchés le souhaiteraient tant la politique économique de Donald Trump produit des effets qui rendraient dangereuse pour les États-Unis une politique monétaire

trop rapidement laxiste, avec des risques d'emballlement inflationnistes. On touche ici aux effets pervers du comblement de l' *output gap*. Certes une Fed plus accommodante reste possible si la perception par Jerome Powell de la conjoncture mondiale prenait un tour plus négatif justifiant sa prise en compte dans la fixation des taux américains et dans le rythme d'amortissement du stock d'obligations détenues par la Fed (*quantitative tightening*). Cette possibilité à laquelle Janet Yellen a dû répondre en son temps par une inflexion de sa politique monétaire donnerait incontestablement de l'air aux marchés et à l'économie mondiale. À défaut d'un attentisme de la Réserve Fédérale, un répit pour les zones économiques en souffrance pourrait venir d'une résolution favorable des négociations commerciales sino-américaines. Cette issue positive permettrait une amélioration de la conjoncture chinoise et du sentiment économique en général, repousserait l'échéance d'un ralentissement mondial généralisé et permettrait aux autorités chinoises d'activer plus sensiblement leur politique monétaire sans trop risquer une dépréciation difficilement contrôlable du yuan.

Stratégie d'investissement

Les marchés d'actions, après le dernier trimestre 2018 calamiteux (-17% pour l'Eurostoxx 50 et le Nasdaq 100) se sont créés une réelle opportunité de rebond en ce début d'année, même si l'environnement que nous décrivons pourrait en brider le potentiel. À court terme cependant, le changement de ton de la Fed et l'attente confiante de résolutions favorables sur le front des négociations commerciales sino-américaines pourront encore alimenter ce rebond. En effet, la correction des marchés a occasionné un dégonflement sensible des valorisations qui nous paraissent globalement attractives, même en tenant compte d'anticipations de croissance des résultats certainement encore trop élevées aujourd'hui à 7,5% en Europe et 6,4% aux États-Unis. Ainsi le PE prospectif de l'Eurostoxx est-il passé de 13,1 à 12,0 de mai à janvier alors que celui du Standard and Poor 's 500 baissait de 16,8 à 15,2 de fin septembre à janvier. La Fed pourrait aussi se révéler plus sensible au ralentissement chinois ou européen et inverser plus rapidement que prévu son resserrement monétaire, même si nous estimons que la nécessité pour la Fed de gérer dans l'immédiat les conséquences de l'output gap positif aux États-Unis devrait prévaloir dans les mois qui viennent. C'est lorsque la Fed capitulera pour de bon que se créera l'opportunité d'achat la plus rémunératrice. En ce début d'année, Carmignac Patrimoine a opté pour un niveau d'exposition opportuniste visant à tirer parti des valorisations redevenues suffisamment attractives.

Sur les produits de taux, la perception d'une Fed plus laxiste justifie la pentification des courbes des emprunts d'État que nous avons mise à profit. Les convictions sur l'exposition à la duration sont plus difficiles à former à cet instant, ce qui conduit à des niveaux de sensibilité plutôt défensifs. La perspective d'une économie américaine devant rejoindre dans le ralentissement les autres grandes économies mondiales dans un contexte où la liquidité se réduit encore nous conduit résolument à poursuivre notre désengagement progressif de la classe d'actifs des obligations privées entamé il y a plus de 18 mois. De même, la faiblesse de la croissance de la zone euro, la fin du programme d'achats nets d'obligations par la BCE et enfin la proximité de l'élection européenne, nous amènent à ne pas nous positionner sensiblement en faveur de la résorption des écarts de taux entre les pays du Sud et l'Allemagne.

Sur le **marché des changes**, l'embellie à court terme sur l'euro pourrait se poursuivre à la faveur des premières résolutions positives sur le front des négociations commerciales. Mais nous estimons qu'au-delà de ce rebond lié aux hésitations récentes de Jerome Powell, la réalité du comblement de l' *output gap* aux États-Unis imprimera de nouveau une pression haussière sur le billet vert, d'autant que l'euro pourra souffrir de l'incertitude de l'élection européenne et de la possibilité d'un retour des vieilles méthodes d'assouplissement monétaire. La faiblesse du dollar se matérialisera lorsque l'on pourra plus légitimement qu'aujourd'hui anticiper le retournement du cycle monétaire américain et cette faiblesse sera, nous semble-t-il, à mettre à profit contre les devises émergentes plutôt que contre l'euro.

Source : Bloomberg, 31/12/2018.

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.