CARMIGNAC
RISK MANAGERS

# CARMIGNAC'S NOTE

Octobre 2015 #82

# LA CONFIANCE EN QUESTION


**Par Didier Saint-Georges**
Membre du comité d'investissement
Managing director


Depuis notre Note du 1er septembre dernier, aucune information nouvelle n'est venue infirmer notre vision stratégique (voir la Carmignac's Note « Le moment de vérité » pour son détail), désormais mise en œuvre dans nos Fonds. La réaction négative des marchés à la décision de la Fed de ne rien décider en septembre a confirmé la situation véritablement cornélienne dans laquelle se trouve aujourd'hui la Banque centrale américaine. Six ans après qu'ait été entamée une politique de soutien monétaire d'une ampleur sans précédent, les investisseurs redoutent certes l'amorce du processus de resserrement monétaire (crainte qui a fait reculer Janet Yellen), mais expriment aussi leur défiance à l'égard du maintien de conditions monétaires exceptionnelles, interprété à juste raison comme la manifestation de leur inefficacité sur l'économie réelle à ce jour.

> *La loi des rendements décroissants rend improbable que les politiques monétaires extrêmement accommodantes aient davantage d'efficacité à l'avenir.*

Désormais de plain-pied dans la problématique de sortie du Quantitative easing, les marchés ouvrent sur une période de grande incertitude qui succède à six années de marchés soutenus par la confiance dans le soutien des banques centrales. Un nième renforcement du soutien monétaire, notamment en zone euro ou au Japon, est probable et pourrait temporairement ramener la confiance des investisseurs. Mais le marché du crédit a commencé de se détériorer, tandis que se poursuivent le ralentissement économique global, favorisé par le rééquilibrage brutal de l'activité chinoise, et les pressions déflationnistes qui l'accompagnent. Des États-Unis à la Chine, et de l'Europe au Japon, ce dont a besoin l'économie mondiale toujours surendettée c'est d'accélérer sa croissance économique potentielle. Or c'est un registre sur lesquelles les banques centrales ont confirmé qu'elles n'avaient pas de prise. Ces dernières ont su protéger les marchés depuis 2009 et donner une fenêtre de tir aux gouvernements pour effectuer les réformes nécessaires. La fenêtre commence à se refermer mais les réformes n'ont que rarement eu lieu, la croissance demeure trop faible pour réduire les niveaux d'endettement, et l'inflation ne s'est pas redressée. Nos portefeuilles maintiennent leur configuration

prudente, se concentrent sur les actions à forte visibilité et ont vu renforcée leur exposition aux emprunts d'État à duration longue.

**L'économie mondiale en ralentissement**

L'aggravation du ralentissement économique chinois au fil du reflux des liquidités excédentaires (voir notre Note de septembre) est visible : selon les chiffres du Bureau national chinois des statistiques, organisme qui ne s'est jamais illustré par un pessimisme excessif, les profits de l'industrie chinoise ont encore reculé de 8,8% en août (dont -22% pour l'industrie automobile, -72% pour l'industrie pétrolière, et -10% pour les télécom). Le marché de l'immobilier continue de s'assainir (en tous cas dans les très grandes villes) et la consommation demeure soutenue. Mais nos observations sur le terrain confirment notre crainte que l'épisode du mois d'août de fuite de capitaux, renforcée par la dépréciation maladroite de la devise, puis la mise en place de mesures de contrôle des changes, laissent des traces dans la confiance du secteur privé. Les autorités parviendront probablement in fine à rééquilibrer la croissance du pays pour lui assurer une trajectoire rassurante. Mais la marche vers cet objectif sera difficile et entravée par les priorités politiques et l'ampleur des surcapacités industrielles à résorber.

Au Brésil, victime collatérale du ralentissement industriel chinois, ainsi qu'artisan de ses propres malheurs, la plus grande prudence reste de mise. L'approfondissement de la récession aggrave le déficit fiscal, et c'est à bon droit que la prévision par le gouvernement d'un déficit primaire pour 2016 (déficit avant charge de la dette !), sans aucun projet de réforme ni de plan d'ajustement budgétaire crédible, a provoqué l'abaissement par l'agence S&P de la notation de la dette du pays à « junk ».

Aux États-Unis, la consommation tient pour l'instant mais les statistiques économiques publiées depuis deux mois pour l'activité industrielle sont dans l'ensemble faibles. L'indice PMI manufacturier pour septembre était de nouveau en recul, tiré vers le bas par une baisse des nouvelles commandes. Quant aux chiffres de l'emploi, jusqu'ici l'indicateur le plus positif à la disposition de la Fed, ils se sont inscrits très largement en deçà des attentes en septembre.

> *« Cette tendance au ralentissement économique global serait moins problématique si elle n'était aggravée par les pressions déflationnistes qui l'accompagnent. »*

Au Japon, après un effort de Quantitative easing deux fois plus ardent qu'aux États-Unis, le rythme de l'inflation sous-jacente rassure un peu (+0,8%) mais l'indice manufacturier Tankan du mois de septembre confirme que la croissance de l'activité économique continue d'être très proche de zéro.

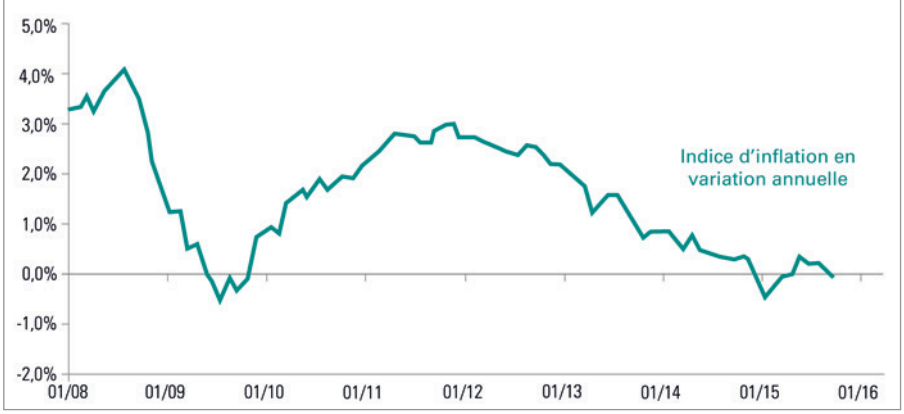
Quant à la zone euro, en dépit de l'indéniable amélioration cyclique, source de tant d'espoirs, l'estimation de l'évolution des prix à la consommation pour septembre rechutait pour la première fois en six mois en territoire négatif (-0,1%), et les prix de gros s'inscrivaient en baisse de -2,6%.

Cette tendance au ralentissement économique global serait moins problématique si elle n'était aggravée par les pressions déflationnistes qui l'accompagnent et ne survenait au moment où la confiance dans une réponse efficace des banques centrales commence à poser question.

**La question de confiance**

La Fed a épuisé ses munitions, le QE étant terminé et Janet Yellen n'ayant pas réussi jusqu'à présent à regagner la moindre marge de manœuvre sur les taux d'intérêt. La Banque du Japon et la BCE ont en théorie de quoi recharger leurs canons à liquidités. Mais l'incontournable loi des rendements décroissants rend improbable que leurs politiques monétaires extrê-

**Baisse tendancielle de l'inflation en zone euro**




Source : Carmignac

mement accommodantes, qui ont eu peu d'impact sur l'activité économique réelle à ce jour, en aient bien davantage à l'avenir.

La confiance constitue si fondamentalement la colonne vertébrale du système financier qu'elle est peu susceptible de s'effondrer d'un coup. Les marchés n'ont pas été confrontés à la faillite soudaine d'une grande banque. Mais ils vont devoir affronter la fin hésitante d'une période où il était possible d'ignorer l'essentiel de la réalité économique à la faveur d'un cycle de liquidités sans précédent, estampillé de la garantie banque centrale. Ils vont devoir désormais affronter la réalité du ralentissement économique émergent, avec les menaces qu'elle fait peser sur la modeste reprise américaine et les très fragiles cycles européens et japonais.

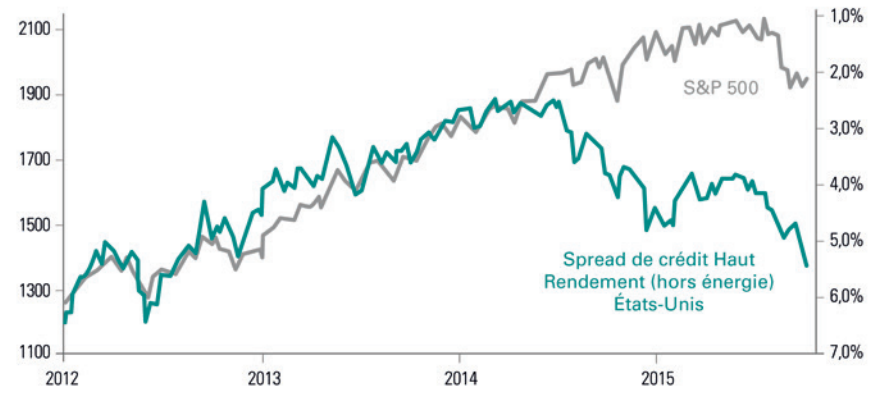
Dans le contexte de cette transition majeure, la dégradation récente du marché du crédit « haut-rendement » est tout particulièrement préoccupante. En effet, elle dépasse désormais de beaucoup celle des marchés actions, même s'il on exclut le secteur pétrolier de la comparaison, alors que ces deux marchés sont traditionnellement très corrélés.

**La question de confiance concerne aussi très directement la gestion d'actifs**

La gestion passive a lancé depuis six ans un défi formidable aux gestions actives, en surfant sur des marchés qui ne répondait pas à des critères d'analyse fondamentale, mais aux seuls flux financiers. La période d'instabilité qui s'ouvre annonce la fin de la hausse ininterrompue des indices et pourrait donc sceller le sort des gestions benchmarkées. Cette transition constituera une opportunité historique pour les gestions actives. Mais le défi sera de taille et devra être relevé dans la durée. Nous-mêmes, en dépit de notre analyse stratégique pour l'instant confirmée par les faits, avons subi à court terme la violence des mouvements de marchés du mois d'août, en tardant à reconnaître dans la dépréciation de la monnaie chinoise le catalyseur qui allait en quelques jours déstabiliser les marchés globaux. Nous avons, en conséquence, dans certains de nos Fonds rendu l'essentiel de la performance que nous avions accumulée depuis le début de l'année. Les erreurs font partie de la gestion active, mais nous aurions clairement dû savoir éviter celle-là. Aujourd'hui, notre vigilance est accrue mais notre analyse stratégique est inchangée. Nous sommes conscients que cette dernière heurte une nouvelle fois le consensus, qui rechigne à accepter l'idée d'une transition majeure et aimerait continuer de croire dans la tout puissance éternelle des banques centrales. «Don't fight the Fed»- et encore moins la BCE - demeurent perçus comme des impératifs catégoriques. Mais notre expérience depuis 27 ans nous a enseigné que la confiance commence par le courage de ses opinions, et l'aversion pour le conformisme. Nous continuerons de faire des erreurs parfois, mais de travailler dur toujours, au respect du double mandat que nous confient les investisseurs: préserver leur capital en cas de risque de correction sévère des marchés, et accumuler une performance forte à long terme. Nous savons que la confiance ne se réclame pas, elle se gagne, dans la durée.

*Achevé de rédiger le 05/10/2015*

**Forte dégradation du marché du crédit aux États-Unis**




Source : Datastream

# Stratégie d'investissement

## Les devises

Si les principales monnaies mondiales – dollar américain, euro, yen et livre sterling – n'ont pas connu d'évolution majeure au cours du mois écoulé, les devises émergentes dont les fondamentaux sont les plus faibles ont poursuivi leur descente. Le real brésilien a ainsi perdu près de 10% sur le seul mois de septembre. Dans cet environnement, notre positionnement sur les changes privilégiant les devises des pays développés (au premier rang desquelles l'euro), s'en trouve conforté. Nos positions vendeuses sur les devises émergentes les plus vulnérables ont contribué positivement à notre performance et été maintenues.

## Les taux

Les taux souverains se sont détendus au mois de septembre, tant sur les actifs refuge comme les obligations américaines et allemandes que sur les obligations périphériques européennes. La sensibilité de notre stratégie globale a été portée proche de ses maximums autorisés en cours de mois par le renforcement de nos positions sur les taux souverains américains. Ce positionnement défensif devrait continuer de porter ses fruits alors que les craintes sur la croissance mondiale s'amplifient et que les pressions déflationnistes restent fortes.

## Les actions

Les marchés actions ont poursuivi en septembre la phase de baisse initiée en août, portant la chute combinée des deux derniers mois à plus de dix pourcents. Bien que la Chine ait été l'épicentre de cette correction, les marchés des pays développés ne se sont pas montrés plus résistants que ceux des pays émergents. Le Japon et l'Europe ont continué d'enregistrer les performances parmi les plus faibles. Dans cet environnement, notre construction de portefeuille équilibrée géographiquement et centrée sur les valeurs de qualité a peu évolué. Nous continuons de privilégier les sociétés dont la croissance des résultats est peu dépendante du rythme de la croissance mondiale, et dont les bilans et/ou génération de trésorerie sont solides. Dans ce contexte fortement instable, nous avons maintenu nos couvertures sur les grands indices mondiaux pour conserver des taux d'exposition très faibles dans nos fonds globaux. A court terme, la performance de nos fonds devra ainsi s'appuyer principalement sur notre sélection de valeurs.

## Les matières premières

Carmignac Portfolio Commodities a enregistré une performance négative sur le mois, tout en surperformant son indicateur de référence. Le Fonds maintient un niveau d'exposition bas pour un fonds actions spécialisé dans un contexte très volatil pour les marchés de matières premières. Nous continuons de renforcer de façon sélective certaines positions, notamment dans le segment énergétique. Notre vision constructive sur l'équilibre entre l'offre et la demande de pétrole à moyen terme n'a pas en effet été invalidée par les derniers développements économiques, ce qui nous conduit donc à tirer parti des forts mouvements de marché pour nous renforcer à bon compte sur des valeurs de qualité dont les valorisations ne reflètent pas les fondamentaux.

## Fonds de fonds

Mois décevant pour nos Fonds de fonds dont le positionnement défensif n'aura pas permis de compenser les baisses des fonds sous-jacents. Les taux d'exposition en fin de mois sont néanmoins restés modérés. La dimension multi-classes d'actifs de la construction de portefeuille sera essentielle pour naviguer cette phase compliquée et volatile de marchés. Elle se traduit au sein de nos Fonds de fonds par une exposition renforcée au yen japonais pour ses attributs de monnaie refuge.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les frais sont inclus dans les performances. Ce document 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 contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. L'accès aux Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. Les risques et 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.

**Carmignac Gestion**, 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tél : (+33) 01 42 86 53 35 - Fax : (+33) 01 42 86 52 10
Société de gestion de portefeuille (agrément AMF n° GP 97-08 du 13/03/1997). SA au capital de 15 000 000 € - RCS Paris B 349 501 676

**Carmignac Gestion Luxembourg**, City Link, 7 rue de la Chapelle – L-1325 Luxembourg. Tél : (+352) 46 70 60 1 – Fax : (+352) 46 70 60 30
Filiale de Carmignac Gestion, Société de gestion d'OPCVM (agrément CSSF du 10/06/2013). SA au capital de 23 000 000 € - RC Luxembourg B67549

CARMIGNAC
RISK MANAGERS