



VIVE LA LIBERTÉ !

Par Didier Saint-Georges

Membre du Comité d'Investissement
Managing Director

« *Qui seriez-vous et que feriez-vous si vous n'aviez pas peur ?* »

David Brooks

The New York Times

Après la liberté d'expression qui avait été dévastée, à Paris déjà, en janvier dernier par des actes de terrorisme, c'est une autre forme de liberté qui a cette fois été attaquée le 13 novembre.

“
En Europe, la croissance des prêts bancaires peine aujourd'hui à dépasser le rythme annuel de 1% et est retombée à 0,4% en octobre.”

Celle de prendre un verre en terrasse ou d'assister à un spectacle

paisiblement et dans le respect des autres. Autrement dit de vivre. Aux politiques de forger une riposte unie à la menace terroriste. Mais à chacun et chacune d'entre nous, à sa manière, de dénier toute victoire aux assassins en demeurant plus libre que jamais. Même si une simple manière d'être constitue un acte de résistance bien dérisoire face à la barbarie, c'est bien en elle que s'incarne au quotidien, fût-ce très modestement, l'une de nos valeurs les plus chères.

Dans la sphère professionnelle, c'est pour beaucoup d'entre nous j'espère, en affirmant notre autonomie de pensée, contre toutes sortes de pression, souvent celle du plus grand nombre. En se sentant libre de défendre ses convictions, parfois avec acharnement, autant que d'en changer si on le considère justifié, ou reconnaître ses erreurs et d'oser les corriger. Ça demande parfois un peu d'opi-

niâtreté, mais qui a dit que garder un esprit libre était facile ?

Dans leur domaine, les investisseurs devraient peut-être au-



© www.thinkstock.com

jourd'hui vérifier s'ils ne sont pas prisonniers de leurs habitudes. La plupart ont souvent tendance à trouver difficile de renoncer à des stratégies qui les ont bien servis pendant une longue période. C'est ce que rappelle, s'il en était besoin, les dégâts que créent chaque retournement de tendance, comme la fin du leadership des valeurs technologiques au tournant de la décennie, celui des financières en 2008, ou celui des matières premières il y a quatre ans. Notre conviction aujourd'hui,

c'est qu'il y a lieu de remettre en cause la tendance de marché des sept dernières années.

Aux États-Unis, le marché n'a pas pris la mesure du risque de ralentissement économique qui s'annonce.

Les résultats des entreprises ont amorcé leur décrue au troisième trimestre et cela parce que, si le cycle des taux d'intérêt va tout juste débiter, le cycle économique est lui déjà vieux de 7 années. Les marges des entreprises avaient considérablement augmenté jusqu'à récemment, pour atteindre des niveaux historiques, principalement portées par la contraction des coûts salariaux et la baisse des taux d'intérêt. Aujourd'hui, la baisse du taux de chômage commence à provoquer une remontée des coûts salariaux, tandis que l'évolution des taux d'intérêt va devenir un facteur défavorable. Par conséquent, les marges des entreprises vont inexorablement baisser, *a fortiori* si le dollar s'apprécie. Il s'ensuit que le moteur de croissance que constitue l'investissement des entreprises sera affaibli. La consommation pourra-t-elle prendre le relai ? La contraction des coûts salariaux n'avait pas empêché jusqu'à récemment un niveau de consommation très résilient, soutenu par une baisse tendancielle du taux d'épargne et des frais financiers. Depuis trois ans déjà, le taux d'épargne ne baisse plus (le fameux « effet richesse » ne fonctionne plus), et la confiance des ménages (mesurée mensuellement par le « Consumer Confidence Index » du Conference Board) a commencé sa décrue depuis le début de l'année. Par conséquent, même avec un léger relèvement des revenus moyens, une accélération de la

consommation aux États-Unis est très improbable.

Enfin, le moteur des exportations est lui-même très vulnérable aujourd'hui. Car le ralentissement de l'activité industrielle chinoise se poursuit, poussant les entreprises à liquider leurs surcapacités sous la forme d'exportations à bas prix, ce qui renforce la pression sur les chiffres d'affaires des exportateurs américains.

Cette perspective globale n'est pas aujourd'hui reflétée dans l'indice S&P 500 (toujours à 2% de ses plus hauts niveaux). L'une des raisons majeures est que l'engineering financier, et en particulier les considérables programmes de rachat d'actions, a continué de gonfler les bénéfices par action. La remontée annoncée des taux d'intérêt, s'exerçant sur un endettement net des entreprises américaines qui a augmenté de 80% en trois ans, passant de 1,5 trillion de dollars en 2012 à près de 2,8 trillions aujourd'hui, va immanquablement

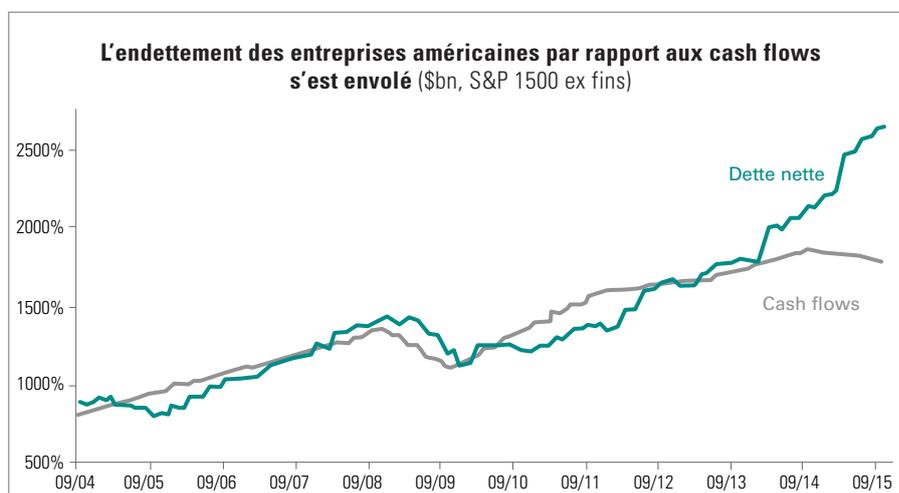
exercer un coup de frein sur le dopage des résultats par action.

L'embellie cyclique que connaît l'Europe depuis le début de l'année a épuisé l'essentiel de son potentiel.

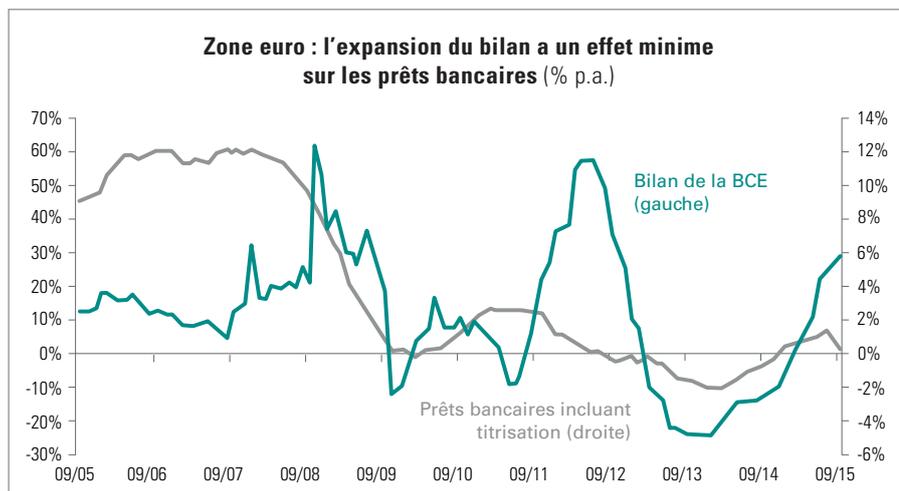
Selon les dernières statistiques disponibles, le quatrième trimestre devrait confirmer la poursuite de l'embellie. Mais il y a de plus en plus de raisons d'anticiper une décélération de la zone euro dans les prochains trimestres. En effet, la très forte baisse de l'euro, l'effondrement du prix de l'énergie, un peu moins d'austérité fiscale et l'amélioration de la confiance

sont en train de voir leurs effets s'estomper, tandis que l'environnement global devient moins favorable. Dans le même temps, la croissance des prêts bancaires, qui avait commencé à s'améliorer à partir de février 2014, peine aujourd'hui à dépasser le rythme annuel de 1%, et est même retombée à 0,4% en octobre. Le trillion d'euros de prêts en arriérés d'intérêts qui reste encore

“
Sept ans après la grande crise de 2008, la croissance économique reste très médiocre, tandis que les risques liés au système financier ont augmenté.
”



Source : SG Cross Asset Research/ Equity Quant, november 2015



dans les livres des banques européennes y est certainement pour quelque chose. La France et l'Italie sont les deux derniers pays à avoir envoyé des signaux courageux de réformisme, mais sans effet notable pour l'instant sur le rythme d'investissement, toujours très atone. Il reste pour Mario Draghi à actionner de nouveau l'arme de la baisse de l'euro pour tenter d'aider les exportations et aiguillonner un peu l'inflation. Face au cycle économique global et aux pressions déflationnistes qu'exacerbe le ralentissement émergent, on est en droit de ne pas se faire trop d'illusions sur l'impact de ces mesures.

Cette analyse peut sembler alarmiste ou prématurée.

Mais force est de constater que sept ans après la grande crise de 2008, le traitement de cette dernière par les Banques centrales n'a pas permis d'atteindre davantage qu'une croissance économique très médiocre, tandis que les risques liés au système financier ont augmenté. La réaction des investisseurs à cette divergence peut bien encore quelque temps demeurer anesthésiée par la foi dans le soutien magique des Banques centrales. Mais le ralentissement émergent, ainsi que la

tentative de normalisation de la politique monétaire américaine, élèvent aujourd'hui significativement selon nous le niveau de fragilité des marchés.

Le moment nous semble venu, pour toute gestion active soucieuse de préservation du capital, d'affirmer sa liberté à l'égard des indices. Cela signifie réduire son « bêta », c'est-à-dire son exposition au risque de marché, et au contraire utiliser très largement la génération d'alpha comme moteur de performance et, *in fine*, comme outil supplémentaire de gestion des risques.

Achévé de rédiger le 01/12/2015

Stratégie d'investissement

Les devises



Le mois de novembre aura vu l'euro renouer avec sa tendance baissière. La principale raison de ce mouvement aura été l'engagement réitéré de la part de la Banque centrale européenne à lutter contre les pressions déflationnistes à l'œuvre au sein de la zone euro. Ces dernières se sont trouvées renforcées par un nouvel accès de faiblesse des prix du pétrole. Ce mouvement de baisse aura suscité des évolutions contrastées au sein des devises émergentes, avec un affaiblissement notable des devises les plus exposées aux matières premières comme le rouble russe, la roupie indonésienne ou le peso colombien. Notre stratégie sur les changes continue ainsi à se tenir à l'écart des devises émergentes. Au sein des devises des pays développés, nous privilégions légèrement le dollar américain sur fond de divergence grandissante des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique.

Les taux

730	26.26	12:17:09
900	31.84	12:18:08
1054	57.51	12:18:14
1618	16.49	12:18:06
692	18.84	12:17:55
553	54.00	12:17:32
7.14		12:17:28

Les taux souverains de la zone euro se sont détendus tant sur les pays périphériques que sur les pays cœur. Il faut y voir la conséquence de l'intensification des pressions déflationnistes à laquelle répond un engagement réitéré de la part de Mario Draghi à utiliser tous les le-

viens de politiques monétaires à sa disposition. Il semble également que les investisseurs aient renoncé aux arbitrages de risque entre pays périphériques et pays cœur, pour se concentrer sur les fondamentaux économiques en termes de croissance et d'inflation de la zone. Dans ce contexte, notre positionnement diversifié et équilibré sur les taux souverains de la zone euro s'en est trouvé conforté et a contribué à notre performance mensuelle.

Les actions



Après leur fort rebond du mois d'octobre, les marchés actions ont marqué le pas en novembre. Ceci masque toutefois de fortes divergences sectorielles, entre notamment des valeurs technologiques restant très bien orientées et des valeurs minières continuant de souffrir de la chute du prix des matières premières. Notre construction de portefeuille équilibrée géographiquement et centrée sur les valeurs dont les attentes de résultats sont peu dépendantes des conditions macro-économiques nous semble toujours adaptée aux conditions de marché actuelles. Nous avons renforcé notre sélection de valeurs technologiques en construisant une position sur le distributeur chinois internet JD.com à bon prix à la suite de la correction de son cours de bourse en août dernier. Nous avons par ailleurs conservé nos couvertures sur les grands indices mondiaux pour conserver des taux d'exposition très faibles dans nos fonds globaux. La performance de leur poche actions continue ainsi de s'appuyer sur des stratégies d'arbitrage.

Les matières premières



Carmignac Portfolio Commodities a enregistré une performance légèrement négative sur le mois. Le Fonds maintient un niveau d'exposition bas pour un fonds actions spécialisé dans un contexte qui reste volatile et sans visibilité pour les marchés de matières premières. Nous avons par ailleurs vendu plusieurs positions (comme Syngenta, Potash, CF Industries) pour concentrer le portefeuille sur les valeurs dont les fondamentaux nous semblent les plus solides et les valorisations les plus attractives.

Fonds de fonds



Performance étale pour nos Fonds de fonds en novembre, expliquée notamment par le maintien de taux d'exposition prudents au cours du mois. Alors que la volatilité des marchés actions a rebondi en novembre, notre construction de portefeuille continue de s'appuyer sur une allocation multi-actifs équilibrée et des stratégies d'arbitrage pour viser un couple rendement-risque satisfaisant dans le contexte actuel de marché.

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