



LA GRANDE TRANSITION A COMMENCÉ

Par Didier Saint-Georges

Membre du comité d'investissement
Managing director

Six ans après l'éclatement de la grande crise financière, traitée par des remèdes monétaires radicaux, le monde aborde une période de transition décisive. Nous avons à plusieurs reprises cette année souligné les ressorts de cette avancée inexorable vers une période plus instable (Carmignac's Note de janvier « Être prêt plutôt que prédire », et d'avril « Un monde fragile »). La récente poussée de volatilité du prix des actifs financiers dits « sans risques » a ouvert cette période de

“

La capacité des Banques centrales à continuer de jouer le rôle de supprimeur de risques pour les marchés se voit désormais menacée par la perspective d'une reprise graduelle de l'inflation.

”

transition globale. Le manque de visibilité sur les effets collatéraux des derniers rebondissements de la crise

grecque en constitue à l'évidence un autre avatar. Bien que plusieurs banques centrales, dont la BCE, demeurent encore puissamment à la manœuvre, leur capacité à continuer de jouer le rôle de supprimeur de risques pour les marchés se voit désormais menacée par la perspective d'une reprise graduelle de l'inflation, et son impact sur les marchés de taux. Les gestionnaires d'actifs doivent s'interroger à la fois sur leur état de préparation à gérer sans dommages pour leurs clients cette nouvelle période d'incertitudes, et sur leur capacité à continuer de saisir dans le même temps les opportunités de long terme qui se font jour (qui vont de ruptures technologiques décisives dans certains secteurs jusqu'aux ambitions internationales renouvelées de la Chine).

La plupart des régions du monde sont confrontées à la gestion d'une transition majeure.

Aux États-Unis, l'ajustement principal concernera le mouvement vers

une normalisation de la politique monétaire. La chute brutale du prix du pétrole l'an passé a permis de retarder le début du mouvement.



© Thinkstock

Mais la transition est inexorable : les effets de l'amélioration régulière des marchés de l'emploi et de l'immobilier depuis trois ans ont commencé de se faire sentir sur les salaires et les loyers. Dans le même temps, le rythme de la croissance américaine continue d'être modeste, et justifie la prudence affichée jusqu'à ce jour par Janet Yellen. Les chiffres de consommation se redressent, mais les chiffres de l'investissement demeurent faibles. La gestion de la transition est donc délicate : il est crucial pour la Fed de se redon-

ner des marges de manœuvre dans sa politique monétaire (autant pour contrôler une éventuelle accélération des indicateurs d'inflation que pour pouvoir agir au prochain ralentissement cyclique), mais il est également impératif de ne pas resserrer trop vite les conditions de financement d'une économie encore fragile. La conséquence pour l'ensemble des marchés de taux en est un changement de régime historique, qui perd le soutien de trente ans de tendance désinflationniste pour entrer dans une période plus instable.

En zone euro, la crise grecque constitue la partie immergée de l'iceberg qui se présente devant l'Union monétaire européenne.

Car depuis cinq ans, le non-respect des critères de convergence est devenu la règle, si bien que la nécessité du retour à l'orthodoxie prive la majeure partie des pays de la zone de toute flexibilité budgétaire, c'est-à-dire de capacité de relance. La conséquence à moyen terme est qu'au prochain signe de ralentissement économique, la politique monétaire unique ne pouvant pas s'aligner sur les besoins de soutien des pays les plus faibles, ces derniers verront leur trajectoire économique et financière diverger encore de celle des pays les plus forts. Sauf à prendre le risque de lorgner de nouveau au-dessus du gouffre de la fragmentation, la zone euro doit par conséquent accélérer sa transition vers davantage d'intégration. L'union bancaire a constitué la première étape de ce mouvement, qui va devoir être poursuivi au pas de charge après la crise grecque. La transition de la zone vers une réelle intégration fiscale constitue sa seule perspective constructive, mais sera très délicate à négocier compte tenu du regain de popularité des arguments souverainistes. Les marchés actions comme les marchés de change se-

ront profondément influencés par le devenir de cet aléa politique.

En Chine, c'est la transition vers une économie ouverte et globale qui constitue l'horizon de moyen terme.

L'ouverture des marchés de capitaux, la convertibilité du Renminbi, puis l'accession au statut de monnaie de réserve au sein du FMI, le financement du développement économique en Asie via la création de la Banque Asiatique d'Investissement pour les Infrastructures en constituent les jalons.

Ils ouvrent des opportunités d'investissement considérables. Mais leur bonne fin nécessitera pour les autorités chinoises de juguler dans le même temps le ralentissement de l'activité industrielle, le dégonflement des marchés de crédit et la volatilité extrême des marchés actions locaux. La marche vers une croissance équilibrée et prospère ne sera pas une promenade confortable. Son succès conditionnera l'ampleur des flux de capitaux qui viendront s'investir sur un marché, dont le poids est susceptible de doubler dans les indices actions mondiaux.

“
La gestion des risques de marché dans une période de transitions tous azimuts est essentielle.”

Le Japon tente depuis 2013 d'enclencher une transition, qui serait historique,

vers une dynamique économique portée par l'augmentation des revenus des ménages, l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, et la déréglementation du marché

du travail et de secteurs historiquement protégés. Le soutien jusqu'ici indéfectible de la Banque du Japon vise à donner du temps au pays pour réaliser cette transition. Mais cette dernière s'avère visiblement laborieuse et devra encore surmonter des obstacles culturels

profondément ancrés. La « reflation » de l'économie japonaise est vitale pour la soutenabilité de son niveau d'endettement. Elle l'est également pour la valorisation de ses marchés.

La gestion des risques de marché dans une telle période de transitions tous azimuts est aussi essentielle que complexe.

Elle est essentielle parce qu'elle touche à des enjeux qui détermineront des gagnants et des perdants majeurs à long terme. L'erreur serait de donner une si grande priorité à



© George Panagakos/Pacific Press/LightRocket via Getty Images

la réduction maximum de la volatilité de court terme, que les enjeux de long terme en seraient négligés. Pour ce qui nous concerne, il nous semble par exemple essentiel de



continuer de nous positionner, au plan géographique, sur des entreprises qui sauront profiter de l'ampleur des réformes entreprises par l'économie chinoise. Autre exemple, au plan sectoriel, avec une logique typique dans le monde de l'Internet du « winners take all » des opportunités historiques pour quelques grands gagnants du secteur doivent aussi être saisies. Nous continuerons de renforcer nos efforts pour être capable d'identifier et capter mieux que jamais les grandes tendances clé pour l'avenir.

Mais la gestion des risques est aussi délicate.

Elle requiert de bien distinguer ce qui est risque effectif, c'est-à-dire la possibilité de subir des pertes « permanentes », de ce qui est volatilité, c'est-à-dire la succession de fluctuations qui testent le sang-froid d'un gérant mais ne sont au final qu'écume. La pression des besoins de désendettement des Etats, les limites de l'action des banques centrales déjà très sollicitées, et le carcan des réglementations autour

du secteur bancaire ont affaibli les traditionnels amortisseurs de volatilité. Tandis que la coïncidence des grandes transitions évoquées plus haut renforce l'instabilité intrinsèque des marchés. Par conséquent, l'ère qui s'ouvre va exiger de tolérer un plus grand niveau de volatilité, tout en étant plus discipliné que jamais dans la gestion des risques, afin de pouvoir sereinement capter les véritables potentiels de gain à long terme. L'emploi de procédés

simples dans leurs concepts mais techniques dans leur mise en œuvre sera un facteur de réussite décisif. Il s'agira par exemple de la maîtrise de la gestion Long-Short, permettant de générer de l'alpha avec peu de risque de marché, les positionnements dits

« barbell », c'est-à-dire équilibrés entre d'une part des convictions fortes mais volatiles et d'autre part des actifs peu performants mais très stables, la sélection d'actifs très décorrélés, les stratégies relatives sur différents niveaux de la courbe des taux d'intérêt, l'emploi de stratégies de diversification sur les changes, etc...

L'anthropologie comme l'histoire des crises économiques

nous enseignent que les grandes périodes de transition ont toujours été des malédictions pour certains et des opportunités historiques pour d'autres. La première des conditions pour espérer compter parmi les seconds est d'utiliser sa lucidité pour évoluer, s'adapter, se renforcer et regarder de façon positive, sans a priori, l'univers des possibles qui

s'ouvre. La leçon vaut pour les gouvernements, d'Athènes à Bruxelles, comme de Washington à Tokyo, de Moscou à Pékin. Elle vaut aussi pour les investisseurs.

Achévé de rédiger le 01/07/2015

“
Ce serait une erreur de donner une si grande priorité à la réduction maximum de la volatilité de court terme que les enjeux de long terme en soient négligés.”

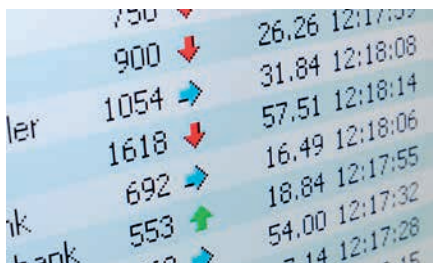
Stratégie d'investissement

Les devises



Les péripéties grecques ont peu affecté l'Euro, qui sur le mois de juin est resté globalement stable face aux autres grandes devises des pays développés. Ainsi la monnaie unique s'est légèrement appréciée face au dollar, est restée stable face au yen et s'est légèrement dépréciée face à la livre sterling. Les banquiers centraux semblent s'accorder pour éviter de nouveaux grands mouvements sur le change, et ce alors que les pressions déflationnistes semblent s'atténuer dans les pays développés, notamment en zone euro et au Japon. En conséquence, notre stratégie devises est restée globalement équilibrée entre l'euro et le dollar américain.

Les taux



Les rendements souverains mondiaux ont continué de se tendre sur fond de tensions au sein de la zone euro mais aussi de stabilisation de l'inflation. On note en effet que les taux périphériques européens ne sont pas les seuls à avoir subi une pression à la hausse, mais que les taux allemands ont également connu une remontée depuis trois mois. Dans ce contexte obligatoire agité, nous continuons de privilégier des stratégies permettant d'absorber en partie la volatilité du marché. Sur les taux souverains européens, nos principales positions longues sur le Portugal, l'Italie et l'Es-

pagne sont équilibrées par nos positions vendeuses sur les taux américains et allemands : nous visons ainsi à capturer un écart de rendement plus qu'à prendre une position directionnelle. De même, nos positions sur les obligations privées se sont révélées bénéfiques pour lisser notre performance : la prime de rendement du risque crédit a ainsi bien joué son rôle d'amortisseur en absorbant en partie la hausse des rendements souverains sous-jacents.

Les actions



Les marchés actions ont subi une baisse sensible en juin, entraînés dans leur chute par les marchés européens et chinois. Ce comportement rappelle la fragilité engendrée par les injections de liquidités des banques centrales qui ont conduit à une polarisation extrême des investisseurs. Seuls quelques marchés émergents comme le Mexique, l'Inde ou le Brésil sont sortis presque indemnes de cette correction. L'intérêt d'une allocation diversifiée sur les actions mondiales apparaît ainsi clairement. Nos positions sur les leaders mondiaux, notamment américains, ont ainsi permis d'absorber le pic de volatilité enregistré sur les marchés européens. Nous avons, par ailleurs, continué de renforcer notre exposition sur les valeurs de qualité capables de délivrer une belle croissance de leur résultat indépendamment de la conjoncture mondiale : en juin nous avons ainsi ajouté la compagnie française Criteo à notre panier de valeurs technologiques. Spécialisée sur l'optimisation de la relation client pour le e-commerce, la société est capable de délivrer une croissance de ses résultats de près de +50% par an.

Les matières premières



Carmignac Portfolio Commodities a enregistré une performance négative sur le mois, surperformant toutefois son indicateur de référence. La sous-exposition du Fonds lui a ainsi permis d'absorber la correction enregistrée sur les marchés. De surcroît, alors que la production américaine de pétrole ne montre toujours pas de signes de fléchissement, nous continuons d'être très sélectifs sur les valeurs énergétiques que nous avons en portefeuille et prenons nos profits sur les sociétés dont le marché a déjà bien intégré la future génération de cash-flow. Ce fût le cas ce mois-ci de la valeur Dragon Oil que nous avons cédée après un beau parcours.

Fonds de fonds



Avec un positionnement constructif sur les actions au cours du mois de juin, nos Fonds de fonds ont enregistré une performance négative sur le mois. Nous avons maintenu un taux d'exposition élevé, confiants dans la qualité de notre construction de portefeuille en terme de diversification et de thèmes d'investissement pour équilibrer nos Fonds de fonds. Leur risque global est ainsi tempéré par le positionnement très défensif de nos fonds européens sous-jacents.

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. Les Fonds présentent un risque de perte en capital. L'accès aux Fonds peut faire l'objet de restriction à l'égard de certaines personnes ou de certains pays. 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