MARS 2015 // N°77

Variations sur le thème de la rareté

PAR **DIDIER SAINT-GEORGES**
Membre du comité d'investissement

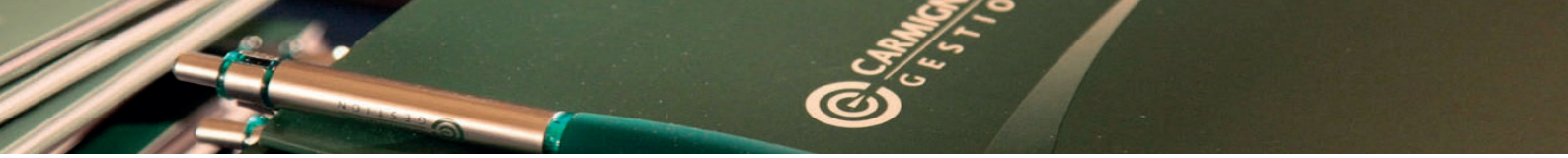
Le début de l'année 2015 confirme le phénomène que nous décrivions dans notre Note de janvier dernier (« Etre prêt plutôt que prédire ») : l'économie globale continue d'afficher une croissance faible et vulnérable aux pressions déflationnistes, mais la flamme des investisseurs rejaillit soudainement devant l'imminence d'un soutien monétaire renforcé, cette fois-ci en provenance de la Banque centrale européenne. Il serait mal venu pour un gestionnaire actif de priver ses clients des largesses d'un banquier central particulièrement entreprenant. Nos portefeuilles profitent donc largement de « l'effet Draghi », en particulier par notre positionnement sur l'univers obligataire européen, le dollar, et un renforcement de notre exposition aux actions européennes. En revanche, notre analyse des tendances longues de l'économie globale nous maintient dans la conviction que l'évolution des marchés demeure modelée par la rareté de la croissance, du rendement, des réformes, du leadership politique, de l'inflation, rareté qui trouve son pendant dans l'abondance d'endettement et des liquidités

« La zone euro bénéficiera d'une rare fenêtre d'accélération économique en 2015 »

déversées par les Banques centrales. Ce diagnostic nous encourage à maintenir, au-delà d'une gestion tactique des taux d'exposition en actions, taux et devises, la part belle aux rares actifs présentant une croissance lisible et un rendement assuré à moyen terme.

Rareté de la croissance

Rappelons l'origine circulaire du déficit de croissance persistant dont souffrent la plupart des grandes économies mondiales : le surendettement contrecarre la reprise de l'investissement privé ainsi que toute mesure de relance publique forte, et la faible croissance qui en résulte empêche le surendettement de diminuer. L'ajout de tendances démographiques souvent défavorables donne aux perspectives de croissance globale un biais durablement médiocre.
Cette direction qui, à divers degrés, vaut pour l'Europe, le Japon, les Etats-Unis et le monde émergent n'interdit pas des « mini-cycles » intermédiaires. Ainsi, la zone euro bénéficiera d'une fenêtre d'accélération en 2015, grâce à une monnaie à son tour dépréciée, un plus faible coût de l'énergie, un coût du crédit bancaire en baisse et un moindre rythme de resserrement budgétaire. La croissance économique de la zone pourrait ainsi être revue en légère hausse pour cette année, alors que les révisions avaient été continuellement à la baisse l'an passé. Mais il demeure très difficile d'anticiper plus de 1,5% de croissance cette année, ce qui ne permettra pas de réduire le niveau d'endettement général, ni donc de redresser le niveau de croissance potentielle. Notons au passage que la faiblesse de l'euro profitera principalement à la première nation exportatrice qu'est l'Allemagne, renforçant du même coup les divergences de trajectoires économiques au sein de la zone euro. Aux Etats-Unis, l'inconfort de la Fed est palpable, alors qu'elle se pré-



pare à durcir sa politique monétaire au moment où le reste du monde l'assouplit. Un relèvement du taux des Fed Funds, qu'il faudrait rapidement inverser parce que l'économie américaine afficherait de nouveau des signes de faiblesse, jetterait le doute sur la crédibilité du pilotage monétaire de Janet Yellen. Dans le même temps, le rythme de croissance en Chine se stabilise au mieux sur des niveaux de moitié inférieurs à ce qu'ils étaient il y a cinq ans, et au Japon au mieux autour de 1% contre 0 l'an passé. Il est important de garder à l'esprit que dans un monde globalisé, la croissance de la zone euro

« Les niveaux de valorisation que permettent des taux très bas ne doivent pas être anesthésiants »

est conditionnée par la croissance mondiale, et que les tentatives de relance par la dépréciation de la monnaie constituent globalement un jeu à somme nulle. Une baisse forte de l'euro provoquée par le « quantitative easing » de la BCE constituerait une forme d'exportation des pressions déflationnistes de la zone euro, aux dépends de la croissance nominale mondiale.

Rareté des réformes

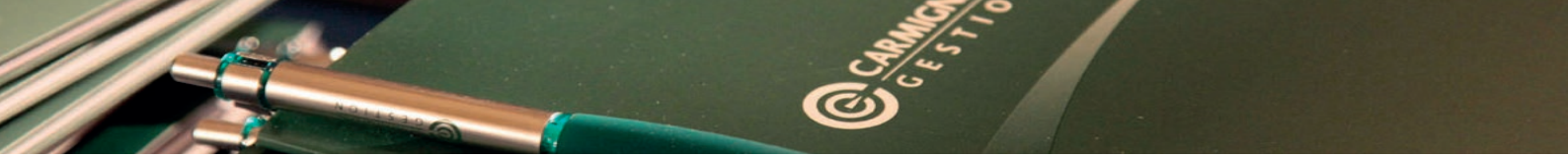
Augmenter la croissance économique potentielle nécessite dans de nombreux grands pays l'engagement de réformes profondes. Leur progrès s'avère laborieux, en particulier en Europe. Quelques exemples : en France, alors que tous les sondages indiquent que l'opinion publique était favorable au projet de loi Macron, ni la gauche ni la droite parlementaires n'ont su trouver le courage politique de le voter. En Italie, le Jobs Act a été approuvé, mais les réformes institutionnelles nécessaires à la stabilité gouvernementale progressent très lentement et devront encore affronter le Sénat en mars prochain. En Grèce, l'obligation imposée par ses créditeurs au nouveau gouvernement de s'engager sur des réformes dont l'abandon était au cœur du programme sur lequel il a été élu, laisse craindre un populisme aussi assumé qu'un réformisme feint. En Chine, la priorité donnée en 2014 à la lutte contre la corruption a mis en retard le programme de réformes. Mais, au moins peut-on raisonnablement espérer que les réformes concernant les entreprises publiques, le foncier, l'environnement, le statut des Hukou accélèrent en 2015. De même, en Inde, les réformes sur l'acquisition de terrains, le secteur minier et l'ouverture du secteur de l'assurance devraient être présentées au Parlement cette année.

Rareté des rendements

Outre la baisse temporaire du prix du pétrole, on trouve à l'origine des pressions déflationnistes globales la persistance des niveaux d'endettement, qui pousse à la hausse la propension à épargner. S'y ajoutent des facteurs plus structurels tels que la démographie, l'évolution technologique, la mondialisation, et la répartition de la richesse en travail et capital (Thomas Piketty ne nous démentirait pas). Ainsi, même aux Etats-Unis, où les créations d'emplois se sont accélérées, la célèbre « courbe de Phillips » qui pose que l'inflation remonte mécaniquement avec la baisse du taux de chômage, n'est plus validée par les faits. A cet environnement global de désinflation s'ajoute, pour faire baisser les taux d'intérêt, l'achat toujours massif d'actifs obligataires par les Banques centrales. Par l'entrée en scène de la BCE et le maintien de l'activisme de la Banque du Japon, ces achats seront encore supérieurs en 2015 à ce qu'ils furent en 2014, cela malgré l'arrêt des interventions de la Fed. L'aubaine pour les investisseurs obligataires est inespérée, qui permet d'anticiper que des taux très bas baissent encore davantage en 2015, la BCE s'étant engagée à acquérir, coûte que coûte (l'expression ici prend toute sa valeur), soixante milliards d'euros d'actifs chaque mois pendant au moins deux ans. Dans ce contexte, le gouvernement allemand ou l'entreprise Nestlé sont déjà parvenus à émettre récemment des obligations à taux négatifs (autrement dit garantissant à l'acheteur une perte en capital en cas de détention jusqu'à maturité !). Ces distorsions de marché font de Mario Draghi le meilleur ami des investisseurs à court terme en zone euro, puisqu'il réduit la perception du risque, tout en faisant monter la valeur des actifs financiers. En ce qui nous concerne, nous sommes très soucieux d'accompagner les bienfaits de ce phénomène dans la performance de nos Fonds du maintien de positions dans toutes les classes d'actifs qui équilibrent les risques de portefeuille.

Les niveaux de valorisation qu'autorisent des taux d'actualisation extrêmement bas et des primes de risque comprimées sont une forte source de soutien pour les marchés financiers. Mais ils ne doivent pas être anesthésiants. Car ils ne peuvent durer qu'aussi longtemps que la confiance dans le pilotage des Banques centrales demeure intacte. Ils laissent donc ouverte la question de la sortie du « quantitative easing ». Une sortie par le bas, que serait le constat d'un échec patent des espoirs d'accélération durable de la croissance nominale, aurait bien-sûr des effets négatifs sur les marchés de crédit et d'actions. Tandis qu'une sortie par le haut, via un redémarrage économique général, provoquerait une correction des marchés de taux (c'est ce dernier scénario qui motive plusieurs membres de la Fed à encourager un relèvement sans tarder des taux américains, avant que les marchés ne s'en chargent). Si le chemin d'une sortie parfaite entre ces deux écueils est étroit, il peut sembler trop tôt pour s'en soucier, tant que les Banques centrales demeurent à la manœuvre. Mais garder les yeux ouverts sur l'existence des risques qui accompagne l'enthousiasme des marchés en ce début d'année nous semble sage. La lucidité est toujours trop rare.

Achevé de rédiger le 02/03/2015



STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

LES DEVISES

L'euro a fortement baissé face au dollar américain en janvier avant de quelque peu se stabiliser en février à la veille de la mise en œuvre par la BCE de son programme de rachat de dettes souveraines. La perspective de la normalisation progressive de la politique monétaire américaine continue, par ailleurs, de soutenir le dollar, notamment face aux monnaies émergentes. Dans ce contexte, notre allocation sur le change continue de privilégier le dollar américain, de rester neutre sur l'euro et d'être très prudente sur les monnaies émergentes les plus vulnérables.

LES TAUX

Les taux périphériques européens n'ont pas été impactés par les péripéties grecques en poursuivant leur décrue en janvier et février. Nos stratégies obligataires ont pleinement tiré parti de ce mouvement et notamment Carmignac Sécurité. Les taux grecs, après s'être sensiblement tendus en janvier suite à l'arrivée du nouveau gouvernement, sont repassés par la suite sous leur niveau du début de l'année grâce à l'accord intervenu avec les institutions européennes à la fin du mois de février. Nous escomptons une poursuite de la convergence des taux souverains au sein de la zone Euro alors que les montants de dette souveraine rachetée par la BCE devraient représenter près de 2,5 fois les émissions nettes des pays mmbres de l'union monétaire. Nous avons, en conséquence, accru la maturité de nos positions en dette périphérique européenne, concentrées sur les taux portugais, italiens et espagnols. Nos positions en dette privée du secteur financier européen restent par ailleurs notre deuxième contributeur à la sensibilité de nos fonds. Nous avons, enfin, tiré parti de la baisse des taux américains en début d'année pour solder nos positions sur les maturités à 10 ans.

LES ACTIONS

Après un début d'année en demi-teinte où seuls les marchés européens et indiens avaient enregistré des hausses significatives au cours du mois de janvier, la progression s'est généralisée aux marchés américains, japonais et émergents au cours du mois de février, contribuant à la belle performance de Carmignac Patrimoine et Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine. L'augmentation de notre taux d'exposition par la cession de nos positions de couverture sur les valeurs cycliques nous aura, en effet, permis d'accompagner pleinement ce mouvement. Nous continuons toutefois de privilégier les sociétés offrant croissance et visibilité, sans dépendre d'une accélération du cycle économique pour faire croître leurs résultats. Nous avons ainsi introduit une position sur Holcim-Lafarge, le cimentier européen qui devrait présenter un profil très équilibré et diversifié suite à sa fusion, et dont les synergies de fusion devraient contribuer significativement à la progression attendue des résultats. Nous avons enfin réintroduit quelques valeurs sur le segment de mines d'or en vue d'équilibrer le risque de notre portefeuille.

LES MATIÈRES PREMIÈRES

Carmignac Portfolio Commodities a enregistré une performance positive quoique en deçà de son indicateur de référence sur le début de l'année. Nous avons maintenu un positionnement prudent et équilibré car nous escomptons une volatilité toujours importante sur les marchés de matières premières et notamment sur le pétrole. Ce dernier pourrait connaître un nouvel accès de faiblesse sur fond de déséquilibre persistant entre l'offre et la demande, avant que l'ajustement progressif de la production ne fasse remonter le prix du baril de façon pérenne. Notre taux d'exposition actions reste ainsi en deçà de son maximum.

FONDS DE FONDS

Nos fonds de fonds ont enregistré une solide performance sur le début de l'année. Nous avons renforcé récemment notre exposition sur les valeurs de consommation discrétionnaire et pharmaceutiques qui devraient bénéficier de la recherche de rendements des investisseurs lors de la mise en œuvre du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. Nos taux d'exposition restent proches de leur maximum.

PERFORMANCES DES FONDS

	Valeur liquidative	YTD	1 an	3 ans	5 ans
Carmignac Investissement A EUR acc	**1 247,68**	**12,08%**	**27,89%**	**41,28%**	**66,32%**
MSCI AC World NR (Eur)		*12,11%*	*32,44%*	*62,26%*	*89,80%*
Carmignac Portfolio Grande Europe A EUR acc	**189,60**	**9,36%**	**17,39%**	**40,61%**	**53,14%**
Stoxx 600 NR (Eur)		*14,74%*	*19,12%*	*57,21%*	*69,05%*
Carmignac Euro-Entrepreneurs A EUR acc	**291,69**	**10,88%**	**17,21%**	**61,27%**	**89,95%**
Stoxx 200 Small NR NR (Eur)		*14,94%*	*12,92%*	*62,20%*	*87,26%*
Carmignac Emergents A EUR acc	**844,42**	**12,60%**	**25,19%**	**15,83%**	**52,63%**
MSCI Emerging Markets NR (Eur)		*11,89%*	*29,31%*	*15,19%*	*35,54%*
Carmignac Portfolio Emerging Discovery A EUR acc	**1 318,83**	**8,43%**	**25,68%**	**25,50%**	**47,97%**
50% MSCI EM SmallCaps NR (Eur) + 50% MSCI EM MidCaps NR (Eur)		*11,95%*	*27,49%*	*20,27%*	*37,57%*
Carmignac Portfolio Commodities A EUR acc	**304,39**	**6,15%**	**13,03%**	**-13,81%**	**5,26%**
*Indicateur Carmignac Commodities**		*11,25%*	*9,32%*	*-2,30%*	*13,25%*
Carmignac Patrimoine A EUR acc	**678,13**	**9,28%**	**20,30%**	**26,29%**	**38,16%**
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)		*9,23%*	*24,84%*	*36,91%*	*59,00%*
Carmignac Portfolio Emerging Patrimoine A EUR acc	**112,48**	**10,21%**	**19,62%**	**7,00%**	-
50% MSCI EM NR (Eur) + 50% JP Morgan GBI EM Global diversified		*9,34%*	*22,50%*	*11,12%*	-
Carmignac Euro-Patrimoine A EUR acc	**321,00**	**3,02%**	**6,34%**	**10,24%**	**23,62%**
50% EuroStoxx 50 NR (Eur) + 50% Eonia Capitalisé		*7,29%*	*8,67%*	*24,54%*	*20,93%*
Carmignac Investissement Latitude A EUR acc	**287,93**	**8,73%**	**19,42%**	**30,36%**	**50,87%**
MSCI AC World NR (Eur)		*12,11%*	*32,44%*	*62,26%*	*89,80%*
Carmignac Profil Réactif 100 A EUR acc	**210,37**	**10,40%**	**22,57%**	**29,34%**	**48,07%**
MSCI AC World NR (Eur)		*12,11%*	*32,44%*	*62,26%*	*89,80%*
Carmignac Profil Réactif 75 A EUR acc	**229,65**	**8,91%**	**19,15%**	**24,00%**	**38,26%**
75% MSCI AC World NR (Eur) + 25% Citigroup WGBI (Eur)		*10,67%*	*28,60%*	*49,33%*	*74,25%*
Carmignac Profil Réactif 50 A EUR acc	**185,83**	**6,50%**	**14,48%**	**15,47%**	**26,85%**
50% MSCI AC World NR (Eur) + 50% Citigroup WGBI (Eur)		*9,23%*	*24,84%*	*36,91%*	*59,00%*
Carmignac Portfolio Global Bond A EUR acc	**1 346,68**	**8,77%**	**21,14%**	**28,84%**	**44,57%**
JP Morgan Global Government Bond (Eur)		*6,82%*	*19,27%*	*14,80%*	*32,86%*
Carmignac Securité A EUR acc	**1 720,89**	**1,45%**	**2,40%**	**9,25%**	**14,69%**
Euro MTS 1-3 ans		*0,40%*	*1,66%*	*7,01%*	*9,31%*
Carmignac Portfolio Capital Plus A EUR acc	**1 193,91**	**2,58%**	**4,08%**	**11,70%**	**17,57%**
Eonia Capitalisé		*-0,01%*	*0,06%*	*0,36%*	*1,70%*
Carmignac Court Terme A EUR acc	**3 767,82**	**0,00%**	**0,15%**	**0,63%**	**2,11%**
Eonia Capitalisé		*-0,01%*	*0,06%*	*0,36%*	*1,70%*

** 45% MSCI ACWF Oil and Gaz NR (Eur), 5% MSCI ACWF Energy Equipment NR (Eur), 40% MSCI ACWF Metal and Mining NR (Eur), 5% MSCI ACWF Paper and Forest NR (Eur) et 5% MSCI ACWI Chemicals NR (Eur) depuis le 01/07/2013. Rebalancé annuellement depuis le 01/01/2012.*

Source : Carmignac Gestion au 27/02/2015.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les frais sont inclus dans les performances. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, 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. 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 règlementation américaine « Regulation S » et/ou FATCA. 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.fr et sur simple demande auprès de la Société de Gestion. Les DICI doivent être remis au souscripteur préalablement à la souscription.

CARMIGNAC GESTION

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